

**KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN SEBELUM DAN SESUDAH  
MERGER DAN AKUISISI**

**(Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)**

**Disusun Oleh:**

**GUGUS ALAM BAKTIOWIDHI**

**115020205111007**

**SKRIPSI**

**Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat Untuk Meraih**

**Derajat Sarjana Ekonomi**



**KONSENTRASI MANAJEMEN KEUANGAN**

**JURUSAN MANAJEMEN**

**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS**

**UNIVERSITAS BRAWIJAYA**

**MALANG 2018**

## LEMBAR PENGESAHAN

Skripsi dengan judul

“Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah Merger dan Akuisisi (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia)”

Yang disusun oleh:

Nama : Gugus Alam Baktiowidhi  
 NIM : 115020205111007  
 Fakultas : Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya  
 Jurusan : Manajemen  
 Konsentrasi : Keuangan

Telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 18 Juli 2018 dan dinyatakan memenuhi syarat untuk diterima.

### Susunan Dewan Penguji

1. **Dr. Djumahir SE. MM.**  
**NIP. 195101201977021001**  
**(Dosen Pembimbing)** .....
2. **Dr. Siti Aisjah SE, MS, CSRS, CFP.**  
**NIP. 196011111986012001**  
**(Dosen Penguji 1)** .....
3. **Risna Wijayanti, Se, MM, Ph.D, CFP.**  
**NIP. 196205101986012001**  
**(Dosen Penguji 2)** .....

Malang, Juli 2018

Ketua Program Studi S1 Manajemen

**Dr. Siti Aisjah SE, MS, CSRS, CFP.**  
**NIP. 196011111986012001**



KEMENTERIAN RISET, TEKNOLOGI, DAN PENDIDIKAN TINGGI  
UNIVERSITAS BRAWIJAYA  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS

Jalan MT. Haryono 165 Malang 6541, Indonesia  
Telp. +62341-555000 (Hunting), 551396, Fax.553834  
E-mail : [feb@ub.ac.id](mailto:feb@ub.ac.id) <http://www.feb.ac.id>

LEMBAR PENGESAHAN

Skripsi dengan judul Bahasa Indonesia :

**KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN SEBELUM DAN SESUDAH MERGER DAN AKUISISI**  
(Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)

Skripsi dengan judul Bahasa Inggris :

**FINANCIAL PERFORMANCE OF THE COMPANY BEFORE AND AFTER MERGER AND ACQUISITION** (Study at Manufacturing Company Listed on Indonesia Stock Exchange)

Yang disusun oleh :

Nama : GUGUS ALAM BAKTIOWIDHI  
NIM : 115020205111007  
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis  
Jurusan : Manajemen  
Konsentrasi : KEUANGAN

Judul di atas disetujui untuk diajukan dalam ujian komprehensif.

KPS S1. Manajemen

Dr. Siti Aisjah, SE.,MS.,CSRS.,CFP  
NIP.19601111 198601 2 001

Dosen Pembimbing

Dr. Djumahir SE., MM  
NIP.195101201977021001





KEMENTERIAN RISET, TEKNOLOGI, DAN PENDIDIKAN TINGGI

UNIVERSITAS BRAWIJAYA

FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS

Jalan MT. Haryono 165 Malang 6541, Indonesia  
Telp. +62341-555000 (Hunting), 551396, Fax.553834  
E-mail : [feb@ub.ac.id](mailto:feb@ub.ac.id) <http://www.feb.ac.id>

### SURAT PERNYATAAN

Yang bertanda tangan dibawah ini , saya :

Nama : GUGUS ALAM BAKTIOWIDHI  
Tempat/Tgl. Lahir : GRESIK / 5 FEBRUARI 1993  
Nomor Induk : 115020205111007  
Jurusan : S-1 Manajemen  
Konsentrasi : KEUANGAN  
Alamat : TANJUNG HARAPAN 1 NO 2 GRESIK

menyatakan dengan sesungguhnya bahwa **SKRIPSI** berjudul : KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN SEBELUM DAN SESUDAH MERGER DAN AKUISISI (STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TEDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA) yang saya tulis adalah benar-benar hasil karya saya sendiri dan bukan merupakan plagiat atau saduran dari Skripsi orang lain.

Apabila dikemudian hari ternyata pernyataan saya tidak benar, maka saya bersedia menerima sanksi akademis yang berlaku ( dicabutnya predikat kelulusan dan gelar kesarjanaannya).

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya, untuk dapat dipergunakan bilamana diperlukan.

Malang,

Mengetahui,  
Dosen Pembimbing

Dr Djumahir, S.E, M.M.  
NIP.195101201977021001

Yang membuat pernyataan



Materai Rp. 6.000

Gugus Alam Baktiowidhi  
NIM.115020205111007



## RIWAYAT HIDUP

**Nama Lengkap** : Gugus Alam Baktiowidhi  
**Jenis Kelamin** : Laki-laki  
**Tempat, Tanggal Lahir** : Gresik, 5 Februari 1993  
**E-mail** : abaktiowidhi@gmail.com  
**Alamat** : Jl. Tsnjung Harapan 1 no 2 GKB, Gresik  
**Kewarganegaraan** : Indonesia  
**Agama** : Islam  
**Universitas** : Universitas Brawijaya  
**Fakultas** : Ekonomi dan Bisnis  
**Jurusan** : Manajemen  
**Tahun Masuk** : 2011



## KATA PENGANTAR

Alhamdulillah, puji syukur ke hadirat Allah SWT, karena atas limpahan rahmat dan karunia-Nya penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul “**Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah Merger Dan Akuisisi (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)**”

Dalam menyelesaikan penulisan skripsi ini, penulis banyak menerima bantuan, bimbingan, kritik, dan saran yang membangun. Oleh karena itu dengan segala ketulusan hati, penulis mengucapkan terimakasih kepada :

1. Bapak Nurkholis, SE, M.Bus.(Acc).,Ak, Ph.D sebagai Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya
2. Ibu Dr. Sumiati, SE., M.Si. sebagai Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.
3. Ibu Risna Wijayanti, SE., MM., Ph.D., CFP. sebagai Sekretaris Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.
4. Dr. Siti Aisjah, SE., MS., CSRS., CFP sebagai KPS S1 Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.
5. Bapak Dr Djumahir, SE., MM. sebagai Dosen Pembimbing Skripsi yang dengan penuh kesabaran telah meluangkan waktu, memberikan ilmu, bimbingan dan motivasi hingga terselesaikannya skripsi ini.
6. Kepada Bapak dan Ibu Dosen Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya yang telah memberikan ilmu pengetahuan selama ini.

7. Kepada Ayahanda dan Ibunda tercinta, yang tak hentinya berjuang dan selalu tabah serta memberikan kasih sayang, motivasi, doa, juga nasehat yang bermanfaat.
8. Kepada adik saya Ade Rachmat Agustiawidhi dan Achmad Muchlis yang telah banyak memberikan bantuan dan motivasi sehingga skripsi ini dapat terselesaikan.
9. Semua pihak dan teman-teman yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu, namun telah memberikan dukungan atas penyelesaian skripsi ini.

Penulis menyadari baik secara materi maupun penyusunan skripsi ini kurang sempurna, sehingga penulis mengharapkan kritik dan saran agar skripsi ini menjadi lebih baik. Atas saran dan kritik yang diberikan, penulis ucapkan terimakasih. Semoga skripsi ini dapat memberikan informasi, inspirasi maupun manfaat bagi penulis dan para pembaca. Amin.

Malang, Juli 2018

Penulis

## DAFTAR ISI

<b>HALAMAN JUDUL .....</b>	<b>i</b>
<b>LEMBAR PENGESAHAN .....</b>	<b>ii</b>
<b>LEMBAR PENGESAHAN .....</b>	<b>iii</b>
<b>LEMBAR PERNYATAAN .....</b>	<b>iv</b>
<b>RIWAYAT HIDUP .....</b>	<b>v</b>
<b>KATA PENGANTAR .....</b>	<b>vi</b>
<b>DAFTAR ISI .....</b>	<b>viii</b>
<b>DAFTAR TABEL .....</b>	<b>x</b>
<b>ABSTRAK .....</b>	<b>xiii</b>
<b>BAB I PENDAHULUAN</b>	
1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Rumusan Masalah .....	6
1.3 Tujuan Penelitian .....	6
1.4 Manfaat Penelitian .....	7
<b>BAB II TINJAUAN PUSTAKA</b>	
2.1 Landasan Teori .....	8
2.1.1 Merger dan Akuisisi .....	8

2.1.2	Kinerja Keuangan .....	16
2.1.3	Laporan Keuangan.....	19
2.1.4	Analisis Kinerja dengan Metode EVA dan MVA .....	21
2.2	Penelitian Terdahulu .....	29
2.3	Kerangka Pemikiran .....	32
2.4	Hipotesis.....	33

### **BAB III METODE PENELITIAN**

3.1	Jenis Penelitian.....	34
3.2	Ruang Lingkup Penelitian.....	35
3.3	Objek Penelitian.....	35
3.4	Sumber Data dan Metode Pengumpulan Data .....	36
3.5	Teknik Analisis Data.....	37

### **BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

4.1	Sejarah Singkat Perusahaan .....	40
4.2	Analisis Data .....	49
4.3	Pembahasan.....	73

### **BAB V KESIMPULAN DAN SARAN**

5.1	Kesimpulan.....	79
5.2	Saran .....	80

<b>DAFTAR PUSTAKA .....</b>	<b>81</b>
-----------------------------	-----------

<b>LAMPIRAN.....</b>	<b>83</b>
----------------------	-----------



## DAFTAR TABEL

Tabel 3.1	Kriteria Pemilihan Objek Penelitian .....	34
Tabel 3.2	Daftar Perusahaan Yang Dijadikan Objek Penelitian .....	36
Tabel 4.1	Hutang Sebelum Pajak PT Astra Internasional Tbk .....	49
Tabel 4.2	Hutang Setelah Pajak PT Astra Internasional Tbk .....	50
Tabel 4.3	Laba Ditahan PT Astra Internasional Tbk .....	51
Tabel 4.4	Perhitungan WACC pada PT Astra Internasional Tbk .....	52
Tabel 4.5	NOPAT pada PT Astra Internasional Tbk .....	53
Tabel 4.6	EVA pada PT Astra Internasional Tbk .....	53
Tabel 4.7	Hutang Sebelum Pajak PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk .....	54
Tabel 4.8	Biaya Hutang Setelah Pajak PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk .....	55
Tabel 4.9	Laba Ditahan PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk .....	56
Tabel 4.10	Perhitungan WACC PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk .....	57
Tabel 4.11	NOPAT pada PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk .....	58
Tabel 4.12	EVA pada PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk .....	58
Tabel 4.13	Hutang Sebelum Pajak PT Kalbe Farma Tbk .....	59

Tabel 4.14 Biaya Hutang Setelah Pajak PT Kalbe Farma Tbk .....	60
Tabel 4.15 Biaya Laba Ditahan PT Kalbe Farma Tbk.....	61
Tabel 4.16 Perhitungan WACC PT Kalbe Farma Tbk .....	62
Tabel 4.17 NOPAT pada PT Kalbe Farma Tbk.....	63
Tabel 4.18 EVA pada PT Kalbe Farma Tbk.....	63
Tabel 4.19 Hutang Sebelum Pajak PT Astra Otoparts Tbk .....	64
Tabel 4.20 Biaya Hutang Setelah Pajak PT Astra Otoparts Tbk .....	65
Tabel 4.21 Biaya Laba Ditahan PT Astra Otoparts Tbk .....	66
Tabel 4.22 Menghitung WACC PT Astra Otoparts Tbk .....	67
Tabel 4.23 NOPAT pada PT Astra Otoparts Tbk.....	68
Tabel 4.24 EVA pada PT Astra Otoparts Tbk .....	68
Tabel 4.25 Penghitungan MVA sebelum merger dan akuisisi.....	69
Tabel 4.26 Penghitungan MVA sesudah merger dan akuisisi .....	69
Tabel 4.27 Penghitungan MVA sebelum Merger dan Akuisisi .....	70
Tabel 4.28 Penghitungan MVA sesudah Merger dan Akuisisi.....	70
Tabel 4.29 Penghitungan MVA sebelum Merger dan Akuisisi .....	71
Tabel 4.30 Penghitungan MVA sesudah Merger dan Akuisisi.....	71

Tabel 4.31 Penghitungan MVA sebelum Merger dan Akuisisi ..... 72

Tabel 4.32 Penghitungan MVA sesudah Merger dan Akuisisi..... 72



# KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN SEBELUM DAN SESUDAH MERGER DAN AKUISISI

(Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)

Oleh:

**Gugus Alam Baktiowidhi**

Dosen Pembimbing:

**Dr. Djumahir, SE, MM**

*Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya*

## Abstrak

Penelitian ini bertujuan: 1) Untuk mengetahui dan menganalisis kinerja keuangan yang ditinjau dari *economic value added* (EVA) dan *market value added* (MVA) sebelum dan sesudah merger dan akuisisi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI 2) Untuk mengetahui dan menganalisis perbedaan kinerja keuangan yang ditinjau dari *economic value added* (EVA) sebelum dan sesudah merger dan akuisisi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI 3) Untuk mengetahui dan menganalisis perbedaan kinerja keuangan yang ditinjau dari *market value added* (MVA) sebelum dan sesudah merger dan akuisisi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010-2013.

Penelitian ini menggunakan jenis penelitian deskriptif dengan mendeskripsikan variabel untuk menggambarkan kinerja keuangan perusahaan yang diketahui melalui kondisi analisis menggunakan *economic value added* (EVA) dan *market value added* (MVA), dengan objek penelitian perusahaan manufaktur yang merger dan akuisisi yang terdaftar di BEI sejumlah 4 perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja keuangan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi pada perusahaan manufaktur yang diteliti dapat diketahui bahwa adanya kecenderungan mengalami penurunan apabila dilihat dari *economic value added* (EVA). Hasil analisis dapat diketahui bahwa kinerja keuangan mengenai *market value added* (MVA) menunjukkan adanya peningkatan.

**Kata Kunci:** Kinerja Keuangan, Merger Dan Akuisisi

# **FINANCIAL PERFORMANCE OF THE COMPANY BEFORE AND AFTER MERGER AND ACQUISITION**

**(Study at Manufacturing Company Listed on Indonesia Stock Exchange)**

**By:**

**Gugus Alam Baktiowidhi**

Faculty of Economics and Business, University of Brawijaya  
abaktiowidhi@gmail.com

**Supervisor:**

**Dr. Djumahir, SE, MM.**

## **ABSTRACT**

This study aims to: 1) To know and analyze the financial performance in terms of economic value added (EVA) dan market value added (MVA) before and after mergers and acquisitions in manufacturing companies listed on the IDX 2010-2013 period 2) To know and analyzing the difference of financial performance in terms of economic value added (EVA) before and after mergers and acquisitions at manufacturing companies listed on IDX 3) To know and analyze the difference of financial performance reviewed from market value added (MVA) before and after mergers and acquisitions in manufacturing companies listed on the IDX.

This research uses descriptive research type by describing variable to describe company's financial performance which is known through economic value added (EVA) dan market value added (MVA) analysis, with object used in research is manufacturing company merger and acquisition which listed in IDX number 4 company.

The results showed that the financial performance before and after mergers and acquisitions in manufacturing companies studied can be known that there is a tendency to decrease when viewed from economic value added (EVA). The analysis results can be seen that the financial performance of market value added (MVA) shows an increase.

**Keywords:** Financial Performance, Mergers and Acquisitions



## **BAB I**

### **PENDAHULUAN**

#### **1.1 Latar Belakang**

Pada era globalisasi ini persaingan dalam dunia bisnis semakin ketat. Semua perusahaan berlomba untuk meningkatkan kinerjanya. Mencari keuntungan sebesar-besarnya guna mempertahankan usahanya. Kinerja perusahaan yang baik dapat menghindarkan dari kegagalan usaha. Untuk dapat melihat kinerja yang baik pada suatu perusahaan dapat dilihat dari kesehatan keuangan yang dimilikinya. Peningkatan pendapatan tiap tahun yang dimiliki perusahaan dapat mendukung perusahaan tersebut untuk terus bersaing dalam dunia bisnis. Dunia usaha semakin lama semakin berkembang dan persaingan dalam jenis produk, mutu produk, maupun pemasarannya semakin ramai dan ketat sehingga seringkali timbul persaingan yang tidak sehat dan saling mengalahkan.

Untuk mengatasi adanya saling merugikan antara perusahaan yang satu dengan perusahaan yang lain, perlu diadakan suatu bentuk kerja sama yang saling menguntungkan. Salah satu bentuk kerjasama yang dapat ditempuh adalah dengan melalui penggabungan usaha antara dua atau lebih perusahaan dengan perusahaan yang lain baik yang sejenis maupun yang tidak sejenis. Menurut Beams (2004: 2), penggabungan usaha merupakan suatu bentuk kerjasama yang melibatkan dua perusahaan atau lebih guna meningkatkan kinerja perusahaan satu sama lain dan

sebagai upaya sebagai perluasan usaha. Bentuk penggabungan usaha yang tidak lagi asing dan sering digunakan oleh perusahaan di Indonesia adalah merger dan akuisisi.

Sartono (2004: 365) *merger* didefinisikan sebagai kombinasi antara dua atau lebih perusahaan yang melebur menjadi satu perusahaan baru. Merger dapat disimpulkan sebagai penggabungan dua perseroan dengan salah satu diantaranya tetap berdiri dengan nama perseroannya sementara yang lain lenyap dengan segala nama dan kekayaannya dimasukan dalam perseroan yang tetap berdiri tersebut. Adanya merger akan dapat meningkatkan pendapatan perusahaan. Peningkatan pendapatan perusahaan dikarenakan perusahaan melakukan pemasaran yang baik, strategi yang lebih dan terfokus, penguasaan pasar, dan efisiensi dalam biaya operasi dibandingkan dengan dua perusahaan terpisah.

Menurut Payamta & Setiawan (2004) akuisisi adalah membeli atau mendapatkan sesuatu (obyek) untuk ditambahkan pada sesuatu yang telah dimiliki sebelumnya. Dalam dunia bisnis akuisisi merupakan penggabungan usaha yang dilakukan dua atau lebih perusahaan dengan salah satu perusahaan berperan sebagai akuisitor memperoleh kendali operasi perusahaan yang lain. Perusahaan yang di akuisisi dapat memaksimalkan sumber dayanya untuk kepentingan perusahaan utama dan kepentingan perusahaan yang di akuisisi tersebut. Perusahaan yang di akuisisi akan melaksanakan semua kegiatannya secara normal tapi pertanggung jawabannya tidak lagi pada perusahaan itu sendiri, namun kepada perusahaan pengakuisisi yang bertindak sebagai induk perusahaan.

Persaingan yang ketat ini dirasakan seluruh perusahaan di Indonesia, termasuk pada perusahaan manufaktur. Pada tahun 2010-2013 berdasarkan hasil pemantauan KPPU (Komisi Pengawas Persaingan Usaha) tercatat 7 perusahaan manufaktur *go public* melakukan strategi merger dan akuisisi. Perusahaan tersebut memutuskan untuk mengadakan kerja sama dengan harapan adanya peningkatan kinerja perusahaannya. Adanya persaingan yang begitu ketat dalam dunia bisnis khususnya di Indonesia, mendorong adanya penggabungan usaha guna memperbaiki kinerja perusahaan. Baik atau buruknya kinerja perusahaan sendiri dapat dilihat dari kinerja keuangannya.

Menurut Mulyadi (2007: 2) menguraikan pengertian kinerja keuangan ialah penentuan secara periodik efektifitas operasional suatu organisasi dan karyawannya berdasarkan sasaran, standar, dan kriteria yang ditetapkan sebelumnya. Sehingga dengan kata lain perusahaan dapat dikatakan berhasil ketika mampu melaksanakan kinerja keuangannya dengan baik. Hasil dari pengelolaan keuangan dari sebuah perusahaan dapat dilihat dari laporan keuangan perusahaan tersebut.

Masing-masing perusahaan memiliki laporan keuangan yang memperlihatkan bagaimana performa perusahaan tersebut dalam hal pengelolaan keuangan. Menurut Harahap (2009: 105), laporan keuangan menggambarkan kondisi keuangan dan hasil usaha suatu perusahaan pada saat tertentu atau jangka waktu tertentu. Bagi pihak-pihak yang berkepentingan mulai dari manajemen dalam perusahaan dan pihak diluar perusahaan seperti investor dapat mengambil keputusan dengan melihat laporan keuangan perusahaan.

Bagi pihak manajemen dalam perusahaan atau pihak diluar perusahaan seperti investor membutuhkan adanya data dari laporan keuangan guna mengambil suatu keputusan. Untuk memenuhi kebutuhan tersebut maka dapat dilakukan dengan analisis laporan keuangan. Alat analisis laporan keuangan yang dapat digunakan adalah metode *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA).

EVA sebagai suatu sistem manajemen keuangan untuk mengukur laba ekonomi dalam suatu perusahaan, yang menyatakan bahwa kesejahteraan hanya dapat tercipta jika perusahaan mampu memenuhi biaya operasi (*operating cost*) dan biaya modal (*cost of capital*) (Rudianto, 2006: 340). Menurut Bringham (2006: 68), MVA dapat menunjukkan perbedaan antara nilai pasar saham perusahaan dengan jumlah ekuitas modal investor yang telah diberikan. Kedua metode tersebut dapat menunjukkan besarnya kemampuan perusahaan dalam menghasilkan nilai tambah bagi pemilik dan menghasilkan nilai dari modal yang ditanamkan.

Manajemen perusahaan harus mampu menunjukkan bahwa mereka memiliki kinerja yang baik. Mampu memberikan kepercayaan pada para investor karena pada dasarnya investor juga memperhitungkan resiko yang akan dihadapi dan seberapa besar pengembalian yang akan didapatkan. Kinerja perusahaan akan sangat berpengaruh terhadap keuntungan yang akan didapatkan para investor yang telah menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut.

Pentingnya mengetahui *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA) yang merupakan pengukuran kinerja perusahaan yang berfokus pada nilai

perusahaan, dapat membantu manajemen untuk mengetahui berapa *cost of capital* yang sebenarnya dari bisnisnya sehingga tingkat pengembalian bersih dari modal bisa diperlihatkan dengan jelas dan berapa jumlah sebenarnya dari modal yang diinvestasikan ke dalam bisnis dengan tujuan manajemen untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melalui nilai perusahaan yang dapat dicapai.

Berdasarkan hasil penelitian dengan menggunakan metode EVA dan MVA pada perusahaan merger dan akuisisi yang dilakukan M. Hanif (2014), analisis pada PT Bank OCBC NISP Tbk menunjukkan tidak adanya perbedaan yang signifikan antara kinerja sebelum dan sesudah merger.

Namun berbeda dengan penelitian oleh Halimatus dkk. (2015) pada perusahaan di BEI yang melakukan merger tahun 2011, yang menunjukkan bahwa EVA pada perusahaan bernilai positif setelah melakukan merger. Begitu juga dengan nilai MVA yang bernilai positif setelah perusahaan melakukan merger.

Adanya perbedaan hasil yang ditunjukkan penelitian sebelumnya membuat fenomena merger dan akuisisi menarik untuk diteliti. Begitu juga tentang pentingnya penerapan *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA) yang dapat membantu perusahaan dan investor dalam mengambil keputusan. Maka berdasarkan ulasan diatas sebagai latar belakang dipilihnya judul **"Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah Merger dan Akuisisi (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia)"**.



## 1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang diatas maka dapat dirumuskan permasalahan sebagai berikut:

- a. Bagaimana kinerja keuangan perusahaan yang ditinjau dari *Economic Value Added* (EVA) sebelum dan sesudah merger dan akuisisi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
- b. Bagaimana kinerja keuangan perusahaan yang ditinjau dari *Market Value Added* (MVA) sebelum dan sesudah merger dan akuisisi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

## 1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dalam penelitian ini yaitu sebagai berikut:

- a. Untuk mengetahui dan menganalisis kinerja keuangan yang ditinjau dari *Economic Value Added* (EVA) sebelum dan sesudah merger dan akuisisi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- b. Untuk mengetahui dan menganalisis kinerja keuangan yang ditinjau dari *Market Value Added* (MVA) sebelum dan sesudah merger dan akuisisi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

### 1.4 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian diharapkan bermanfaat bagi berbagai pihak. Adapun manfaat tersebut yaitu :

1. Bagi peneliti, diharapkan mendapat informasi dan ilmu baru khususnya mengenai perbedaan kinerja keuangan sebelum dan sesudah akuisisi dengan menggunakan *economic value added* (EVA) dan *market value added* (MVA).
2. Bagi perguruan tinggi, hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah koleksi pustaka bagi perguruan tinggi (baik di tingkat fakultas maupun universitas), sehingga akan bermanfaat untuk mengembangkan bidang manajemen.
3. Bagi perusahaan, hasil penelitian ini dapat menjadi bahan referensi yang dapat dijadikan pertimbangan dalam mempelajari kinerja keuangan setelah merger dan akuisisi dilihat dari analisis dengan metode *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA).
4. Bagi praktisi atau investor, hasil penelitian ini dapat menjadi referensi dalam pengambilan keputusan ketika melakukan aktivitas di pasar modal.

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1 Landasan Teori

##### 2.1.1 Merger dan Akuisisi

Penggabungan usaha merupakan penyatuan entitas-entitas usaha yang sebelumnya terpisah. Memiliki tujuan untuk profitabilitas dan memperoleh efisiensi melalui intregasi operasi secara horizontal dalam arti penggabungan perusahaan dalam usaha dan lini pasar yang sama, vertikal dalam arti penggabungan usaha dengan operasi yang berbeda secara berturut-turut tahapan produksi dan distribusi, konglomerasi sebagai penggabungan perusahaan-perusahaan dengan produk dan jasa yang tidak saling berhubungan dan bermacam-macam (Beams, 2004).

Merger berasal dari kata *merger* (Latin) yang artinya bersatu, bersama, berkombinasi menyebabkan hilangnya identitas karena terserap atau tertelan sesuatu. Menurut Sartono (2004: 365) *merger* didefinisikan sebagi kombinasi antara dua atau lebih perusahaan yang melebur menjadi satu perusahaan baru. *Merger* merupakan penggabungan usaha dari dua atau lebih perusahaan yang pada akhirnya bergabung kedalam salah satu perusahaan yang telah ada sebelumnya, sehingga menghilangkan salah satu nama perusahaan yang melakukan merger. Dengan kata lain bahwa *merger* adalah kesepakatan dua atau lebih perusahaan untuk bergabung yang kemudian hanya ada satu perusahaan yang tetap hidup sebagai badan hukum, sementara yang lainnya menghentikan aktivitas atau bubar (Moin, 2003: 5).

Pihak yang masih hidup dalam atau yang menerima merger dinamakan *surviving firm* atau pihak yang mengeluarkan saham (*issuing firm*). Sementara itu perusahaan yang berhenti dan bubar setelah terjadinya merger dinamakan *merged firm*. *Surviving firm* dengan sendirinya memiliki ukuran yang semakin besar karena seluruh aset dan kewajiban dari *merger firm* dialihkan ke *surviving firm*. Perusahaan yang dimerger akan menanggalkan status hukumnya sebagai entitas yang terpisah dan setelah merger statusnya berubah menjadi bagian (unit bisnis) di bawah *surviving firm*. Dengan demikian *merged firm* tidak dapat bertindak hukum atas namanya sendiri.

Akuisisi berasal dari kata *acquisitio* (Latin) dan *acquisition* (Inggris). Menurut Payamta & Setiawan (2004) akuisisi adalah membeli atau mendapatkan sesuatu (obyek) untuk ditambahkan pada sesuatu yang telah dimiliki sebelumnya. Akuisisi dalam terminologi bisnis diartikan sebagai pengambil alihan kepemilikan atau pengendalian atas saham atau aset suatu perusahaan oleh perusahaan lain, dan dalam peristiwa baik perusahaan pengambil alih atau yang diambil alih tetap eksis sebagai badan hukum yang terpisah. Dengan kata lain, akuisisi sebagai investasi pada perusahaan anak, yaitu suatu perusahaan mayoritas saham perusahaan sehingga tercipta perusahaan induk dan perusahaan anak.

### 2.1.1.1 Jenis Merger dan Akuisisi

Penggabungan usaha merger dan akuisisi sendiri memiliki beberapa klasifikasi atau jenis yang berbeda satu sama lain. Pada penggabungan usaha jenis merger dapat dikelompokkan menjadi empat kelompok (Moin, 2003):

1. Merger Horisontal, terjadi apabila satu perusahaan menggabungkan diri dengan perusahaan lain dalam jenis bisnis yang sama.
2. Merger Vertikal adalah penggabungan perusahaan yang memiliki keterkaitan misalnya dengan *supplier* atau dengan retailernya.
3. *Congeneric Merger* (Merger Kongenerik) yaitu penggabungan dua perusahaan yang bisnisnya masih berhubungan tetapi tidak dalam kategori horizontal maupun vertikal.
4. *Conglomerat Merger* (Merger Konglomerat) adalah penggabungan dua atau lebih perusahaan yang bisnisnya tidak berhubungan.

Sedangkan dari sudut keuangan, merger ada dua jenis, yaitu :

1. *Operating Merger* yaitu merger yang memadukan operasi dari kedua perusahaan dengan harapan akan diperoleh efek sinergistik. Misal bank A merger dengan bank B. Setelah merger hanya ada satu bank yaitu bank A atau bank B atau bank dengan nama baru.
2. *Financial Merger* terjadi bila setelah merger, perusahaan-perusahaan yang terlibat merger tetap dipertahankan dan beroperasi sendiri seperti sebelum terjadi.



Dilihat dari proses melakukan, merger dapat dikategorikan menjadi dua:

1. Merger suka rela (*friendly merger*) adalah merger dengan syarat-syarat yang dapat diterima oleh manajemen dari kedua perusahaan.
2. Merger secara paksa (*hostile merger*) adalah merger yang ditentang oleh manajemen dari perusahaan sasaran. Alasannya biasanya karena harga penawaran yang terlalu rendah, manajemen tidak ingin kehilangan pekerjaannya, atau memang tidak ingin menjual perusahaannya.

Klasifikasi berdasarkan obyek yang diakuisisi dibedakan atas akuisisi saham dan akuisisi asset, yaitu:

1. Akuisisi saham

Istilah akuisisi digunakan untuk menggambarkan suatu transaksi jual beli perusahaan, dan transaksi tersebut mengakibatkan beralihnya kepemilikan perusahaan dari penjual kepada pembeli. Akuisisi saham merupakan salah satu bentuk akuisisi yang paling umum ditemui dalam hampir setiap kegiatan akuisisi.

2. Akuisisi Asset

Apabila sebuah perusahaan bermaksud memiliki perusahaan lain maka ia dapat membeli sebagian atau seluruh aktiva atau asset perusahaan lain tersebut. Jika pembelian tersebut hanya sebagian dari aktiva perusahaan maka hal ini dinamakan akuisisi parsial. Akuisisi asset secara sederhana dapat dikatakan merupakan Jual beli (asset) antara pihak yang melakukan akuisisi

asset ( sebagai pihak pembeli ) dengan pihak yang diakuisisi assetnya (sebagai pihak penjual), Jika akuisisi dilakukan dengan pembayaran uang tunai. Atau Perjanjian tukar menukar antara asset yang diakuisisi dengan suatu kebendaan lain milik dan pihak yang melakukan akuisisi, jika akuisisi tidak dilakukan dengan cara tunai.

#### **2.1.1.2 Alasan Merger dan Akuisisi**

Menurut (Gitman, 2003: 714-716) terdapat beberapa alasan perusahaan melakukan merger dan akuisisi:

1. Pertumbuhan atau Diversifikasi

Perusahaan yang menginginkan pertumbuhan yang cepat, baik ukuran, pasar saham, maupun diversifikasi usaha dapat melakukan merger maupun akuisisi. Perusahaan tidak memiliki resiko adanya produk baru. Selain itu, jika melakukan ekspansi dengan merger dan akuisisi, maka perusahaan dapat mengurangi perusahaan pesaing atau mengurangi persaingan.

2. Sinergi

Sinergi dapat tercapai ketika merger menghasilkan tingkat skala ekonomi (*economies of scale*). Tingkat skala ekonomi terjadi karena perpaduan biaya overhead meningkatkan pendapatan yang lebih besar daripada jumlah pendapatan perusahaan ketika tidak merger. Sinergi tampak jelas ketika perusahaan yang melakukan merger berada dalam bisnis yang sama karena fungsi dan tenaga kerja yang berlebihan dapat dihilangkan.

### 3. Meningkatkan dana

Banyak perusahaan tidak dapat memperoleh dana untuk melakukan ekspansi internal, tetapi dapat memperoleh dana untuk melakukan ekspansi eksternal. Perusahaan tersebut menggabungkan diri dengan perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi sehingga menyebabkan peningkatan daya pinjam perusahaan dan penurunan kewajiban keuangan. Hal ini memungkinkan meningkatnya dana dengan biaya rendah.

### 4. Menambah keterampilan manajemen atau teknologi

Beberapa perusahaan tidak dapat berkembang dengan baik karena tidak adanya efisiensi pada manajemennya atau kurangnya teknologi. Perusahaan yang tidak dapat mengefisienkan manajemennya dan tidak dapat membayar untuk mengembangkan teknologinya, dapat menggabungkan diri dengan perusahaan yang memiliki manajemen atau teknologi yang ahli.

### 5. Pertimbangan pajak

Perusahaan dapat membawa kerugian pajak sampai lebih 20 tahun ke depan atau sampai kerugian pajak dapat tertutupi. Perusahaan yang memiliki kerugian pajak dapat melakukan akuisisi dengan perusahaan yang menghasilkan laba untuk memanfaatkan kerugian pajak. Pada kasus ini perusahaan yang mengakuisisi akan menaikkan kombinasi pendapatan setelah pajak dengan mengurangi pendapatan sebelum pajak dari perusahaan yang diakuisisi. Bagaimanapun merger tidak hanya dikarenakan keuntungan dari pajak, tetapi berdasarkan dari tujuan memaksimalkan kesejahteraan pemilik.

6. Meningkatkan likuiditas pemilik

Merger antar perusahaan memungkinkan perusahaan memiliki likuiditas yang lebih besar. Jika perusahaan lebih besar, maka pasar saham akan lebih luas dan saham lebih mudah diperoleh sehingga lebih likuid dibandingkan dengan perusahaan yang lebih kecil.

7. Melindungi diri dari pengambilalihan

Hal ini terjadi ketika sebuah perusahaan menjadi incaran pengambilalihan yang tidak bersahabat. Target *firm* mengakuisisi perusahaan lain, dan membiayai pengambilalihannya dengan hutang, karena beban hutang ini, kewajiban perusahaan menjadi terlalu tinggi untuk ditanggung oleh *bidding firm* yang berminat.

### 2.1.1.3 Kelebihan dan Kekurangan Merger dan Akuisisi

Menurut Harianto dan Sudomo (2001: 641-644) merger dan akuisisi memiliki kelebihan dan kekurangan masing-masing sebagai berikut:

1. Kelebihan Merger

Pengambilalihan melalui merger lebih sederhana dan lebih murah dibanding pengambilalihan yang lain.

2. Kelebihan akuisisi

Keuntungan-keuntungan akuisisi saham dan akuisisi aset adalah sebagai berikut:

1. Akuisisi Saham tidak memerlukan rapat pemegang saham dan suara pemegang saham sehingga jika pemegang saham tidak menyukai tawaran

*Bidding firm*, mereka dapat menahan sahamnya dan tidak menjual kepada pihak *Bidding firm*.

2. Dalam Akuisisi Saham, perusahaan yang membeli dapat berurusan langsung dengan pemegang saham perusahaan yang dibeli dengan melakukan *tender offer* sehingga tidak diperlukan persetujuan manajemen perusahaan. Karena tidak memerlukan persetujuan manajemen dan komisaris perusahaan, akuisisi saham dapat digunakan untuk pengambilalihan perusahaan yang tidak bersahabat (*hostile takeover*).
3. Akuisisi Aset memerlukan suara pemegang saham tetapi tidak memerlukan mayoritas suara pemegang saham seperti pada akuisisi saham sehingga tidak ada halangan bagi pemegang saham minoritas jika mereka tidak menyetujui akuisisi
3. Kekurangan merger  
harus ada persetujuan dari para pemegang saham masing-masing perusahaan, sedangkan untuk mendapatkan persetujuan tersebut diperlukan waktu yang lama.
4. Kekurangan akuisisi

Kerugian-kerugian akuisisi saham dan akuisisi aset sebagai berikut :

1. Jika cukup banyak pemegang saham minoritas yang tidak menyetujui pengambilalihan tersebut, maka akuisisi akan batal. Pada umumnya anggaran dasar perusahaan menentukan paling sedikit dua per tiga (sekitar 67%) suara setuju pada akuisisi agar akuisisi terjadi.

2. Apabila perusahaan mengambil alih seluruh saham yang dibeli maka terjadi merger.
3. Pada dasarnya pembelian setiap aset dalam akuisisi aset harus secara hukum dibalik nama sehingga menimbulkan biaya legal yang tinggi.

### **2.1.2 Kinerja Keuangan**

Kinerja keuangan suatu perusahaan dapat diartikan sebagai prospek atau masa depan, pertumbuhan, dan potensi perkembangan yang baik bagi perusahaan. Informasi kinerja keuangan diperlukan untuk menilai perubahan potensial sumber daya ekonomi, yang mungkin dikendalikan di masa depan dan untuk memprediksi kapasitas produksi dari sumber daya yang ada (Barlian, 2003). Kinerja keuangan inilah yang digunakan sebagai tolak ukur sukses atau tidaknya suatu perusahaan dalam mencapai sasarannya.

Kinerja keuangan adalah penentuan secara periodik efektivitas operasional suatu organisasi, bagian organisasi dan karyawannya berdasarkan sasaran, standar dan kriteria yang ditentukan sebelumnya. Jadi kinerja keuangan perusahaan merupakan suatu keadaan keuangan yang merupakan hasil dari kegiatan operasional perusahaan selama periode tertentu, yang dapat menunjukkan keberhasilan dan kegagalan manajemen perusahaan dalam mengelola perusahaan. Hasil kinerja keuangan perusahaan nantinya berakibat pada keputusan investor dalam menanamkan dananya (Mulyadi, 2001: 415). Hal ini menunjukkan bahwa bagusnya kinerja keuangan sangat berpengaruh terhadap minat dari para investor.

Kinerja perusahaan dapat diukur berdasarkan pada data keuangan yang dilaporkan atau dipublikasikan pada laporan keuangan yang dibuat sesuai dengan PABU (Prinsip Akuntansi Berlaku Umum). Dengan adanya laporan keuangan yang di dalamnya terdapat indikator keuangan pokok yang membandingkan rasio masa lalu, saat ini ataupun masa yang akan datang untuk perusahaan yang sama ataupun antara perusahaan.

Kinerja keuangan adalah salah satu yang dilakukan untuk melihat sejauhmana suatu perusahaan telah melaksanakan dengan menggunakan aturan-aturan pelaksanaan keuangan secara baik dan benar, adapun tahap-tahap dalam menganalisis kinerja keuangan perusahaan. Menurut Ubud Salim (2011:2) ada lima tahap dalam menganalisis kinerja keuangan suatu perusahaan secara umum yaitu :

1. Melakukan *review* terhadap data laporan keuangan

*Review* disini dilakukan dengan tujuan agar laporan keuangan yang sudah dibuat tersebut sesuai dengan penerapan kaidah-kaidah yang berlaku umum dalam dunia akuntansi sehingga dengan demikian hasil laporan keuangan tersebut dapat dipertanggungjawabkan.

2. Melakukan perhitungan

Penerapan metode perhitungan di sini adalah disesuaikan dengan kondisi dan permasalahan yang sedang dilakukan sehingga hasil dari perhitungan tersebut akan memberikan suatu kesimpulan sesuai dengan analisis yang diinginkan.

3. Melakukan perbandingan terhadap hasil hitung yang telah diperoleh.

Dari hasil hitungan yang telah diperoleh tersebut kemudian dilakukan perbandingan dengan hasil hitungan dari berbagai macam perusahaan.



Metode yang paling umum dipergunakan untuk melakukan perbandingan ini ada dua yaitu :

1. *Time Series Analysis*, yaitu membandingkan secara antar waktu atau periode dengan tujuan yang nantinya akan terlihat secara grafik.
2. *Cross Sectional Approach*, yaitu melakukan perbandingan terhadap hasil hitungan rasio-rasio yang telah dilakukan antara satu perusahaan dan perusahaan lainnya dalam ruang lingkup yang sejenis dan dilakukan secara bersamaan.

Dari hasil pernggunaan kedua metode ini diharapkan nantinya akan dapat dibuat satu kesimpulan yang menyatakan posisi perusahaan tersebut berada dalam kondisi sangat baik, baik, sedang atau normal, tidak baik, dan sangat baik.

#### 4. Melakukan penafsiran (*Interprestasi*)

Pada tahap ini analisis melihat kinerja keuangan perusahaan adalah setelah dilakukan ketiga tahap tersebut selanjutnya dilakukan penafsiran untuk melihat apa saja permasalahan dan kendala–kendala yang dialami perusahaan tersebut.

#### 5. Mencari dan memberikan pemecahan masalah (*Solution*)

Pada tahap ini ditemukan berbagai permasalahan yang dihadapi maka dicarikan solusi guna memberikan suatu input atau masukan agar apa yang menjadi kendala dan hambatan selama ini dapat terselesaikan.

Dapat disimpulkan bahwa kinerja keuangan merupakan suatu analisis yang telah dilakukan untuk mengetahui sejauhmana perusahaan melaksanakan aturan-aturan dalam manajemen perusahaan yang baik dan benar.

### **2.1.3 Laporan Keuangan**

Laporan keuangan menurut Kasmir (2008: 6) adalah laporan yang menunjukkan kondisi keuangan perusahaan pada saat ini atau dalam suatu periode tertentu. Secara umum laporan keuangan bertujuan untuk memberikan informasi keuangan kepada pihak dalam maupun pihak luar yang mempunyai kepentingan terhadap perusahaan. Berikut beberapa tujuan pembuatan atau penyusunan laporan keuangan yaitu :

1. Memberikan informasi tentang jenis dan jumlah aktiva yang dimiliki perusahaan saat ini.
2. Memberikan informasi tentang jenis dan jumlah kewajiban dan modal yang dimiliki perusahaan saat ini.
3. Memberikan informasi tentang jenis dan jumlah pendapatan yang diperoleh pada suatu periode tertentu.
4. Memberikan informasi tentang jumlah biaya dan jenis biaya yang dikeluarkan perusahaan dalam suatu periode tertentu.
5. Memberikan informasi tentang perubahan-perubahan yang terjadi terhadap aktiva, pasiva, dan modal perusahaan.
6. Memberikan informasi tentang kinerja manajemen perusahaan dalam suatu periode.

7. Memberikan informasi tentang catatan-catatan atas laporan keuangan
8. Informasi keuangan lainnya.

Melalui laporan keuangan dapat diketahui kondisi dan posisi keuangan suatu perusahaan dengan menggunakan analisis laporan keuangan dengan metode EVA dan MVA.

### **2.1.3.1 Saham**

Menurut Tjiptono Darmaji dan Hendy M. Fakhruddin ( 2006 : 178 ) Saham dapat didefinisikan sebagai tanda atau pemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Saham berwujud selebar kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan surat berharga tersebut. Porsi kepemilikan ditentukan oleh seberapa besar penyertaan yang ditanamkan di perusahaan tersebut.

Menurut Darmadji dan Fakhruddin (2006: 5) saham sebagai tanda penyertaan atau pemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan atau perseorangan terbatas. Wujud saham adalah selebar kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas tersebut adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan surat berharga tersebut. Porsi kepemilikan ditentukan oleh seberapa besar penyertaan yang ditanamkan di perusahaan tersebut.

Menurut Sunariyah (2006: 126-127) yang dimaksud dengan saham adalah surat berharga yang dikeluarkan oleh sebuah perusahaan yang berbentuk Perseroan

Terbatas (PT) atau yang biasa disebut emitmen. Saham menyatakan bahwa pemilik saham tersebut adalah juga pemilik sebagian dari perusahaan tersebut.

#### **2.1.4 Analisis Kinerja dengan Metode EVA dan MVA**

##### **2.1.4.1 *Economic Value Added (EVA)***

Menurut Brigham & Houston (2006: 68), EVA adalah nilai yang ditambahkan oleh manajemen kepada pemegang saham selama satu tahun tertentu. EVA mencerminkan laba residu yang tersisa setelah biaya dari seluruh modal termasuk modal ekuitas dikurangkan. Endri (2005: 157) memiliki pendapat yang sama dengan mendefinisikan EVA sebagai sisa laba (residual income) setelah semua penyedia kapital diberi kompensasi yang sesuai dengan tingkat pengembalian yang dibutuhkan atau setelah semua biaya kapital yang digunakan untuk menghasilkan laba tersebut dibebankan. Menurut Warsono (2003:48), EVA adalah perbedaan antara laba operasi setelah dengan biaya modalnya. Jadi, EVA suatu estimasi laba ekonomis yang benar atas suatu bisnis selama tahun tertentu.

Berdasarkan pendapat – pendapat diatas dapat disimpulkan bahwa pengertian EVA (*Economic Value Added*) adalah keuntungan operasional setelah pajak, dikurangi biaya modal yang digunakan unntuk menilai kinerja perusahaan dengan memperhatikan secara adil harapan – harapan para pemegang saham dan kreditur. EVA (*Economic Value Added*) merupakan perangkat finansial untuk mengukur keuntungan nyata perusahaan. Hal ini membuat perhitungan EVA (*Economic Value Added*) lain dengan perhitungan analisis rasio keuangan lainnya. Perbedaan tersebut

dikarenakan pada perhitungan dengan menggunakan pendekatan EVA (*Economic Value Added*) dilibatkannya biaya modal operasi setelah laba bersih, dimana hal tersebut tidak dilakukan dalam perhitungan konvensional.

Menurut Nasser (2003: 28) ada 3 strategi menaikkan nilai EVA (*economic value added*) yaitu :

1. Strategi penciptaan nilai dengan mencapai pertumbuhan keuntungan (*profitable growth*). Hal ini bisa dicapai dengan menambah modal yang diinvestasikan pada proyek dengan tingkat pengembalian yang tinggi.
2. Strategi penciptaan nilai dengan meningkatkan efisiensi operasi (*operating efficiency*). Dalam hal ini meningkatkan keuntungan tanpa menggunakan tambahan modal.
3. Strategi penciptaan nilai dengan rasionalisasi dan keluar dari bisnis yang tidak menjanjikan (*rationalize and exit unrewarding business*). Ini berarti menarik modal yang tidak produktif dan menarik modal dari aktivitas yang menghasilkan return yang rendah dan menghapus unit bisnis yang tidak menjanjikan hasil.

Manfaat dari penerapan EVA antara lain (Utama, 1997; 12) :

1. Dapat digunakan sebagai penilai kinerja perusahaan yang berfokus pada penciptaan nilai (*value creation*).
2. Dapat meningkatkan kesadaran manajer bahwa tugas mereka adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan serta nilai pemegang saham.

3. Dapat membuat para manajer berfikir dan juga bertindak seperti halnya pemegang saham yaitu memilih investasi yang memaksimalkan tingkat pengembalian dan meminimumkan tingkat biaya modal sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan.
4. EVA membuat para manajer agar memfokuskan perhatian pada kegiatan yang menciptakan nilai dan memungkinkan mereka untuk mengevaluasi kinerja berdasarkan kriteria maksimum nilai perusahaan.
5. EVA menyebabkan perusahaan untuk lebih memperhatikan struktur modalnya.
6. Dapat digunakan untuk mengidentifikasi kegiatan atau proyek yang memberikan pengembalian lebih tinggi, daripada biaya modalnya.

Disamping banyaknya keunggulan yang dimiliki oleh EVA, EVA juga memiliki kelemahan.

1. EVA hanya menggambarkan penciptaan nilai pada suatu tahun tertentu. Nilai suatu perusahaan adalah merupakan akumulasi EVA selama umur perusahaan. Dengan demikian bisa saja suatu perusahaan mempunyai EVA pada tahun yang berlaku yang positif tetapi nilai perusahaan tersebut rendah karena EVA dimasa datangnya yang negatif. Keadaan ini mungkin terjadi untuk jenis perusahaan yang mempunyai prospek masa depan yang suram. Sebaliknya untuk perusahaan dengan kegiatan yang memerlukan pengembalian yang cukup lama. EVA pada awal tahun operasi adalah negatif sedangkan EVA pada akhir masa proyek adalah positif.

Secara konseptual EVA memang lebih unggul daripada pengukur tradisional akuntansi, namun secara praktis belum tentu EVA dapat diterapkan dengan mudah. Proses penghitungan EVA memerlukan estimasi atas biaya modal dan estimasi ini terutama untuk perusahaan yang belum go public sulit untuk dilakukan dengan tepat.

Biaya modal (*Cost of Capital*) menurut Martono dan Agus Harjito (2003: 201), adalah biaya riil yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk memperoleh dana baik yang berasal dari hutang, saham preferen, saham biasa, maupun laba ditahan untuk mendanai suatu investasi atau operasi perusahaan.

Biaya modal merupakan konsep penting dalam analisis investasi karena dapat menunjukkan tingkat minimum laba investasi yang harus diperoleh dari investasi tersebut. Jika investasi itu tidak dapat menghasilkan laba investasi sekurang-kurangnya sebesar biaya yang ditanggung maka investasi itu tidak perlu dilakukan. Lebih mudahnya, biaya modal merupakan rata-rata biaya dana yang akan dihimpun untuk melakukan suatu investasi. Dapat pula diartikan bahwa biaya modal suatu perusahaan adalah bagian (*suku rate*) yang harus dikeluarkan perusahaan untuk memberi kepuasan pada para investornya pada tingkat risiko tertentu.

Langkah-langkah yang perlu dilakukan untuk mendapatkan ukuran EVA menurut Widayanto (1993) adalah sebagai berikut :

1. Menghitung atau menaksir biaya modal utang (*cost of debt*)

Biaya utang (*cost of debt*) merupakan *rate* yang harus dibayar oleh perusahaan didalam pasar sekarang untuk mendapatkan utang jangka panjang yang baru. Yang dimaksudkan disini adalah utang obligasi. Perhitungannya



dapat dilakukan dengan menghitung biaya utang sebelum pajak, dimana besarnya biaya modal adalah sama dengan tingkat couponnya, yaitu tingkat bunga yang dibayarkan untuk tiap lembar obligasi. Perhitungan yang lain adalah dengan cara menghitung biaya utang setelah pajak, dengan mengalikan suku bunga utang  $(1-t)$ , dimana  $t$  adalah tarif pajak perusahaan yang bersangkutan.

2. Menaksir biaya modal saham (*cost of equity*)

Perhitungan biaya modal (*cost of equity*) dapat dilakukan dengan menggunakan beberapa pendekatan, antara lain CAPM yang melihat cost of equity sebagai penjumlahan dari tingkat bunga tanpa resiko dan selisih tingkat pengembalian yang diharapkan dari portofolio pasar dengan tingkat bunga tanpa resiko dikalikan dengan resiko yang sistematis perusahaan (nilai beta perusahaan). Pendekatan deviden yang melihat cost of equity sebagai nilai deviden per harga saham ditambah dengan prosentase pertumbuhan dari deviden tersebut atau dengan pendekatan price earning yang melihat cost of equity sebagai nilai laba per saham dibagi dengan harga saham sekarang.

3. Menghitung struktur permodalan (dari neraca)

Modal atau capital merupakan jumlah dana yang tersedia bagi perusahaan untuk membiayai perusahaannya yang merupakan penjumlahan dari total utang dan modal Saham.

4. Menghitung biaya modal rata-rata tertimbang WACC (*weighted average cost of capital*)

WACC merupakan rata-rata tertimbang biaya utang dan modal sendiri, menggambarkan tingkat pengembalian investasi minimum untuk mendapatkan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor . Dengan demikian perhitungannya akan mencakup perhitungan masing-masing komponennya, yaitu biaya utang (*cost of debt*), biaya modal saham (*cost of equity*), serta proporsi masing- masing di dalam struktur modal perusahaan.

5. Menghitung EVA

Dilakukan dengan mengurangi laba operasional setelah pajak dengan biaya modal yang telah dikeluarkan oleh perusahaan.

Untuk melihat apakah dalam perusahaan telah terjadi EVA atau tidak, dapat ditentukan dengan kriteria yang dikemukakan oleh Widayanto (1994) sebagai berikut:

1.  $EVA > 0$ , maka telah terjadi nilai tambah ekonomis (NITAMI) dalam perusahaan, sehingga semakin besar EVA yang dihasilkan maka harapan para penyandang dana dapat terpenuhi dengan baik, yaitu mendapatkan pengembalian investasi yang sama atau lebih dari yang diinvestasikan dan kreditur mendapatkan bunga. Keadaan ini menunjukkan bahwa perusahaan berhasil menciptakan nilai (*create value*) bagi pemilik modal sehingga menandakan bahwa kinerja keuangannya telah baik.
2.  $EVA < 0$ , maka menunjukkan tidak terjadi proses nilai tambah ekonomis (NITAMI) bagi perusahaan, karena laba yang tersedia tidak bisa memenuhi

harapan para penyandang dana terutama pemegang saham yaitu tidak mendapatkan pengembalian yang setimpal dengan investasi yang ditanamkan dan kreditur tetap mendapatkan bunga. Sehingga dengan tidak ada nilai tambahnya mengindikasikan kinerja keuangan perusahaan kurang baik.

3.  $EVA = 0$ , maka menunjukkan posisi impas karena semua laba yang telah digunakan untuk membayar kewajiban kepada penyandang dana baik kreditur dan pemegang saham.

#### **2.1.4.2 Market Value Added (MVA)**

Melani (2007:44) menerangkan MVA merupakan selisih antara nilai perusahaan (*enterprise value*) yang merupakan nilai saham beredar ditambah dengan utang dan jumlah modal (*capital*) yang ditanamkan. Capital merupakan modal sendiri dan utang setelah penyesuaian (*adjustment*) penyesuaian dilakukan untuk merefleksikan kondisi ekonomi baik atas hasil usaha (laba) maupun modal, penyesuaian yang dilakukan, misalnya kelebihan kas dikeluarkan dari modal, amortisasi goodwill ditambahkan dikeluarkan dari modal, biaya bunga dikeluarkan dalam menghitung laba usaha.

Sedangkan menurut Sartono (2004) tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Selain memberi manfaat bagi pemegang saham, tujuan ini juga menjamin sumber daya perusahaan yang langka dialokasikan secara efisien dan memberi manfaat ekonomi. Kemakmuran pemegang saham dimaksimalkan dengan memaksimalkan kenaikan nilai pasar dari modal perusahaan di atas nilai modal yang disetor pemegang saham. Kenaikan ini disebut MVA (*Market Value Added*).

Young & O'Byrne (2001:26) menyatakan bahwa MVA (*Market Value Added*) adalah perbedaan antara nilai pasar perusahaan (termasuk ekuitas dan utang) dan modal keseluruhan yang diinvestasikan dalam perusahaan. MVA secara teknis diperoleh dengan cara mengalikan selisih antara harga pasar per lembar saham (*stock price per share*) dan nilai buku per lembar saham (*book value per share*). Nilai pasar adalah nilai perusahaan. Yakni jumlah nilai pasar dari semua tuntutan modal terhadap perusahaan oleh pasar modal pada tanggal tertentu. MVA meningkat hanya jika modal yang diinvestasikan mendapatkan angka pengembalian lebih besar dari pada biaya modal. Semakin besar MVA, semakin baik. MVA yang negatif berarti nilai dari investasi yang dijalankan manajemen kurang dari modal yang diserahkan kepada perusahaan oleh pasar modal, yang berarti bahwa kekayaan telah dimusnahkan (Young & O'Byrne, 2001:27). MVA merupakan suatu ukuran yang digunakan untuk mengukur keberhasilan dalam memaksimalkan kekayaan pemegang saham dengan mengalokasikan sumber-sumber yang sesuai. MVA juga merupakan indikator yang dapat mengukur seberapa besar kekayaan perusahaan yang telah diciptakan untuk investornya atau MVA menyatakan seberapa besar kemakmuran yang telah dicapai.

$$\text{MVA} = \text{Nilai Pasar} - \text{modal yang ditanamkan.}$$

Kelebihan MVA (*Market Value Added*) menurut Zaky dan Ary (2002:139), MVA merupakan ukuran tunggal dan dapat berdiri sendiri yang tidak membutuhkan analisis *trend* maupun norma industry sehingga bagi pihak manajemen dan penyedia dana akan lebih mudah dalam menilai kinerja perusahaan. Sedangkan kelemahan MVA adalah, MVA hanya dapat diaplikasikan pada perusahaan yang sudah *go public* saja.

#### 2.1.4.3 Hubungan EVA dan MVA

Ketika EVA atau MVA digunakan untuk mengevaluasi kinerja manajerial sebagai bagian dari program kompensasi intensif, EVA adalah ukuran yang umum digunakan. Alasan pertama, EVA menunjukkan nilai tambah yang terjadi selama suatu tahun tertentu, sedangkan MVA mencerminkan kinerja perusahaan sepanjang hidupnya, bahkan mungkin termasuk masa-masa sebelum manajer yang ada sekarang dilahirkan. Kedua, EVA dapat diterapkan pada masing-masing divisi atau unit-unit yang lain dari sebuah perusahaan besar, sedangkan MVA harus diterapkan untuk perusahaan secara keseluruhan (Brigham&Weston 2006:70).

Menurut Warsono (2003:49), MVA perusahaan selama periode tertentu, secara teoritis dapat didefinisikan sebagai nilai sekarang dari seluruh EVA dimasa mendatang yang diharapkan (*expected future* EVA). Ini berarti MVA merupakan jumlah nilai sekarang dari keseluruhan EVA dimasa yang akan datang yang diharapkan. Berdasarkan definisi ini, jika investor mengharapkan EVA nol pada satu tahun yang akan datang, maka mereka mengharapkan tidak ada nilai yang diciptakan, sehingga saham akan dijual pada nilai bukunya. Saham akan dijual di atas nilai bukunya. Jika investor mengharapkan EVA positif dan sebaliknya saham akan dijual di bawah nilai bukunya jika EVA yang diharapkan negatif.

#### 2.2 Penelitian Terdahulu

Seorang peneliti perlu untuk mengambil sebuah bandingan dari penelitian terdahulu untuk mengetahui seberapa penting penelitian tersebut dan juga perbedaan satu sama lain. Peneliti tentu tidak akan melaksanakan penelitian yang sekedar

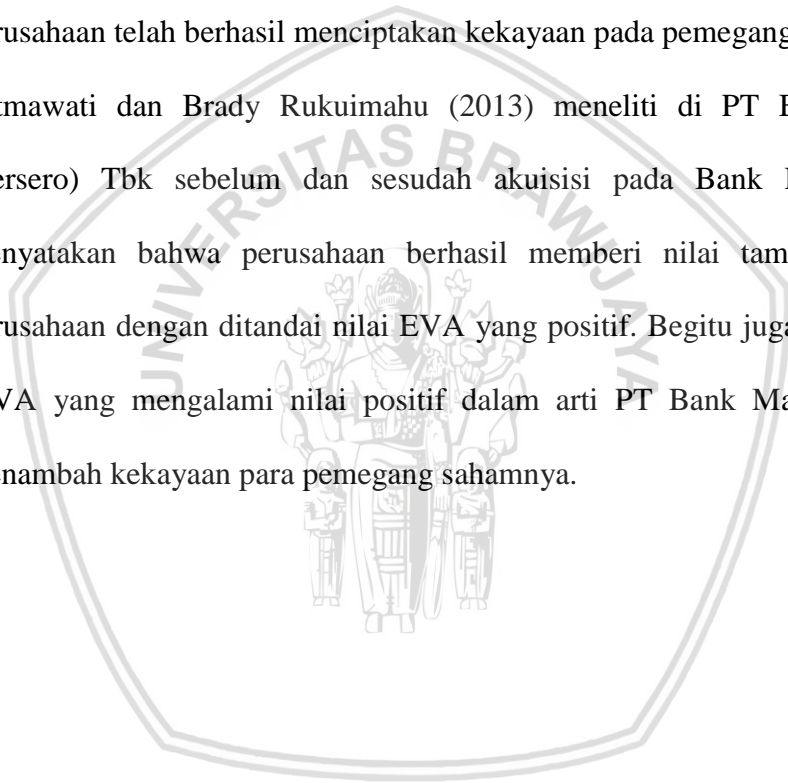
meniru apa yang telah diteliti orang lain. Maka dari itu, literatur yang relevan atau untuk memperluas dan bahkan menguji kembali penelitian-penelitian yang sudah ada sebelumnya.

Berikut penelitian terdahulu mengenai analisis kinerja keuangan sebelum dan sesudah merger dengan menggunakan metode EVA dan MVA:

1. Halimatus Sa'diyah dkk. (2015) yang melakukan penelitian pada perusahaan merger yang terdaftar di BEI tahun 2011 menunjukkan dampak merger terhadap kinerja keuangan yang diukur menggunakan EVA dan MVA secara umum bernilai positif. Artinya bahwa perusahaan yang melakukan merger telah berhasil menambah kinerjanya.
2. M. Hanif (2014) melakukan penelitian pada PT Bank OCBC NISP Tbk menunjukkan tidak adanya perbedaan yang signifikan antara kinerja keuangan sebelum dan sesudah merger. Hal tersebut mengindikasikan bahwa kemampuan Bank dalam memenuhi kewajibannya terhadap harapan setiap para penyandang dana (pemegang saham dan kreditur) dengan menciptakan nilai tambah ekonomis sebelum dan sesudah Bank melakukan merger tidak ada perbedaan yang berarti. Artinya merger dapat dikatakan tidak berhasil dari sisi EVA.
3. Lelly Yuni Syahlina (2013) meneliti tambang batu bara yang listing di Bursa Efek Indonesia mendapati EVA dan MVA masing-masing perusahaan (ADRO, BUMI, ITMG, dan PTBA) bernilai positif dan berfluktuasi pada periode penelitian (2009 – 2011). Meskipun pada tahun 2010 masing-masing perusahaan

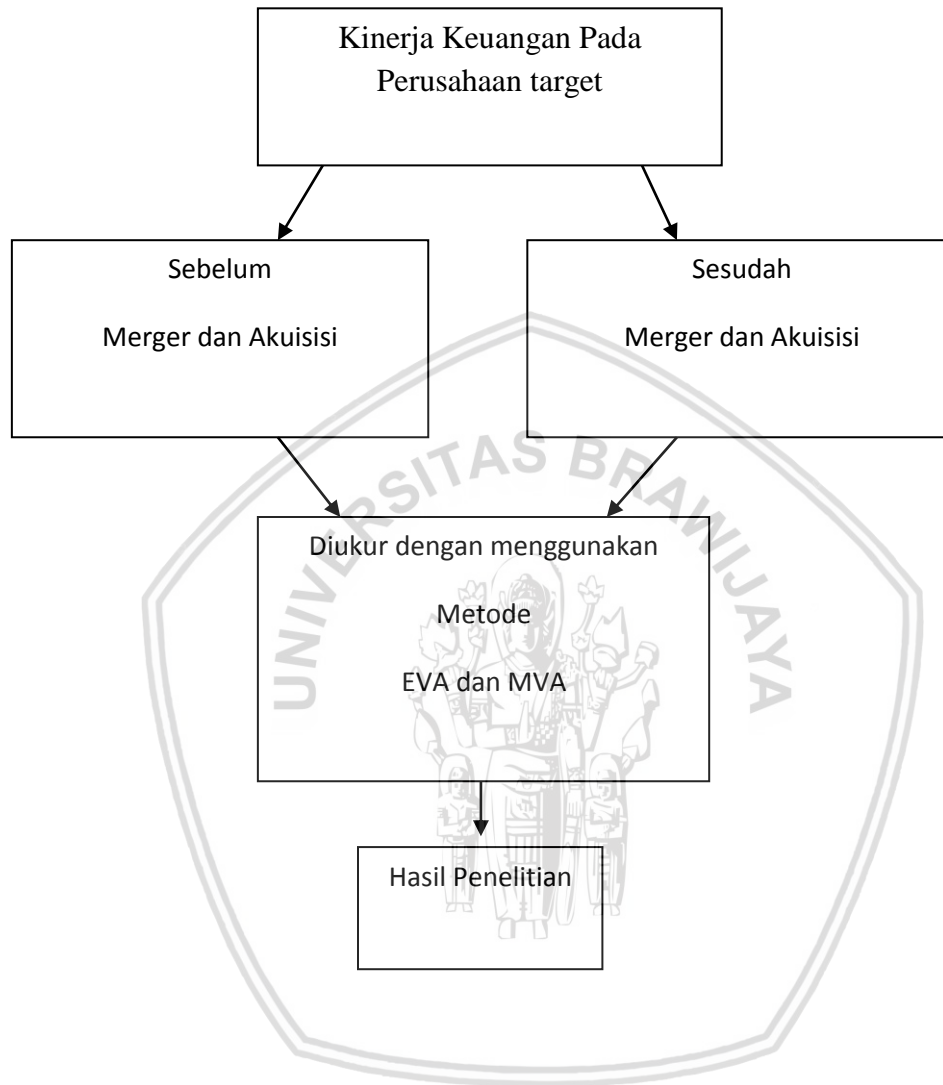
mengalami penurunan nilai EVA, akan tetapi pada tahun 2011 EVA masing-masing perusahaan kembali meningkat.

4. Wilmar dan Wina (2011) meneliti PT SA pada periode 2008-2009 dan menemukan bahwa EVA mengalami hasil negatif yang menandakan adanya penurunan dengan kata lain tidak ada nilai tambah ekonomi kepada investor. Berbeda dengan MVA yang mengalami hasil positif dengan kata lain perusahaan telah berhasil menciptakan kekayaan pada pemegang sahamnya.
5. Fatmawati dan Brady Rukuimahu (2013) meneliti di PT Bank Mandiri (Persero) Tbk sebelum dan sesudah akuisisi pada Bank Harapan Bali menyatakan bahwa perusahaan berhasil memberi nilai tambah ekonomi perusahaan dengan ditandai nilai EVA yang positif. Begitu juga dengan nilai MVA yang mengalami nilai positif dalam arti PT Bank Mandiri mampu menambah kekayaan para pemegang sahamnya.





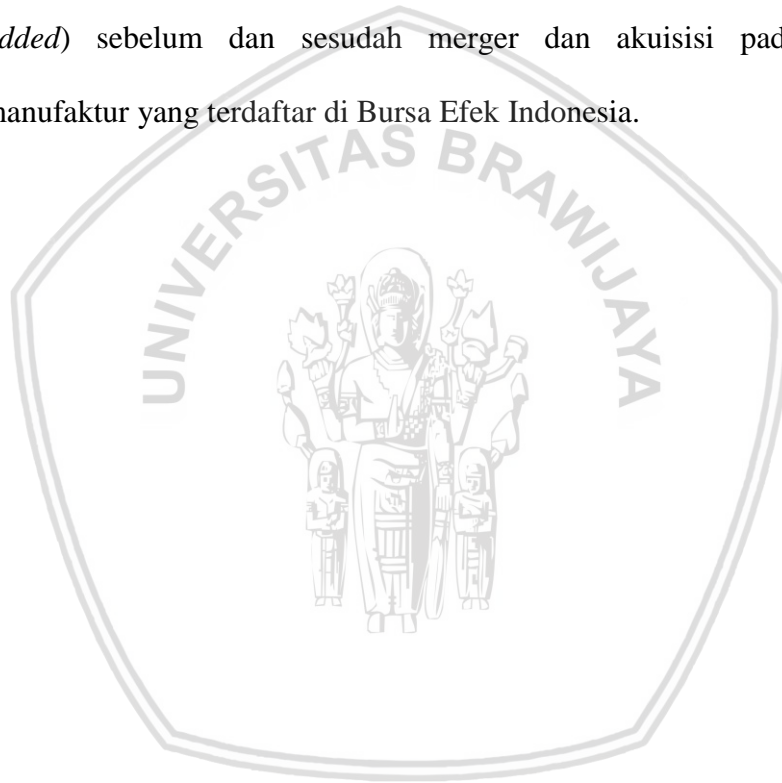
### 2.3 Kerangka Pemikiran



## 2.4 Hipotesis

Hipotesis dalam penelitian ini yaitu sebagai berikut:

- a. Terdapat perbedaan kinerja keuangan yang ditinjau dari EVA (*economic value added*) sebelum dan sesudah merger dan akuisisi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- b. Terdapat perbedaan kinerja keuangan yang ditinjau dari MVA (*market value added*) sebelum dan sesudah merger dan akuisisi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.



## BAB III

### METODE PENELITIAN

#### 3.1 Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan jenis penelitian deskriptif dengan mendeskripsikan variable untuk menggambarkan kinerja keuangan perusahaan yang diketahui melalui metode *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA). Penelitian deskriptif adalah teknik mengumpulkan, mengolah, menyederhanakan, menyajikan dan menganalisa data agar dapat memberikan gambaran yang teratur tentang suatu peristiwa dengan observasi yang dapat dinyatakan dengan angka-angka. Menurut Nazir (2011:55), penelitian metode deskriptif adalah suatu metode dalam meneliti status sekelompok manusia, suatu objek, suatu set kondisi, suatu system pemikiran, ataupun suatu kelas peristiwa pada masa sekarang.

Dari definisi di atas, dapat disimpulkan bahwa penelitian deskriptif bertujuan untuk membuat deskripsi, gambaran atau lukisan secara sistematis, factual dan akurat mengenai fakta-fakta, sifat-sifat serta hubungan antar fenomena yang diselidiki. Ciri dari jenis penelitian ini adalah penelitian yang bermaksud untuk membuat gambaran tentang situasi-situasi atau kejadian-kejadian.

## **3.2 Ruang Lingkup Penelitian**

### **3.2.1. Lokasi Penelitian**

Penelitian ini mengambil lokasi pada Bursa Efek Indonesia sebagai sentral informasi perusahaan yang *Go Public* di Indonesia. Pengambilan data dilakukan di Pojok BEI Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Jl. M.T. Haryono No. 165 Malang.

### **3.2.2 Periode Pengamatan**

Pengamatan yang dilakukan pada penelitian ini menggunakan periode 2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah perusahaan melakukan merger dan akuisisi. Periode ini dipilih dengan pertimbangan untuk mendapatkan gambaran mengenai kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

## **3.3 Objek Penelitian**

Menurut Sugiyono (2009:38) pengertian objek penelitian adalah suatu atribut atau sifat atau nilai dari orang, objek atau kegiatan yang mempunyai variasi tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk di pelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya.

**Tabel 3.1**  
**Kriteria Pemilihan Objek Penelitian**

No	Kriteria Pemilihan Objek Penelitian	Jumlah Perusahaan
1	Merger dan Akuisisi perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010-2013	7
2	Data laporan keuangan tersedia 2tahun sebelum dan sesudah merger dan akuisisi	4

(Sumber: Data diolah penulis)

**Tabel 3.2**  
**Daftar Perusahaan Yang Dijadikan Objek Penelitian**

No	Nama Perusahaan	Kode
1.	PT Astra Internasional Tbk (2010)	ASII
2.	PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk (2011)	SOBI
3.	PT Kalbe Farma Tbk (2012)	KLBF
4.	PT Astra Otoparts Tbk (2013)	AUTO

### 3.4 Sumber Data dan Metode Pengumpulan Data

#### 3.4.1 Jenis dan Sumber Data

Jenis data dalam penelitian ini menggunakan data kuantitatif yang merujuk pada angka-angka yang terdapat dalam laporan keuangan. 2 tahun sebelum dan sesudah merger dan akuisisi pada perusahaan target. Sumber data yang digunakan peneliti adalah laporan keuangan yang sudah dikonsolidasi, tingkat suku bunga Bank

Indonesia (BI), Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), dan harga saham perusahaan.

### 3.4.2 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data pada penelitian ini menggunakan metode dokumentasi. Melalui metode ini, maka data-data diperoleh dari laporan kegiatan perusahaan berupa laporan keuangan periode tahun 2008-2015 menyesuaikan perusahaan target masing-masing serta data-data yang relevan terkait dengan penelitian.

### 3.5 Teknik Analisis Data

Penelitian ini dilakukan penulis untuk mendiskripsikan mengenai kinerja keuangan pada perusahaan merger dan akuisisi sektor industri manufaktur yang terdaftar di BEI melalui analisis kinerja keuangan menggunakan metode EVA dan MVA. Langkah-langkah analisis dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Hutang sebelum pajak

$$\text{Sutrisno (2009:151)} \quad k_d = \frac{\text{Beban Bunga}}{\text{hutang jangka panjang}}$$

Keterangan:  $k_d$  = biaya utang sebelum pajak

2. Hutang setelah pajak

$$\text{(Warsono, 2003:140)} \quad k_i = k_d (1 - t)$$

Keterangan:  $k_i$  = biaya utang setelah pajak

$k_d$  = biaya utang sebelum pajak

$t$  = tarif pajak

$$t = \frac{\text{pajak penghasilan}}{\text{labasebelum pajak penghasilan}} \times 100\%$$

### 3. Biaya laba ditahan

(Warsono, 2003:149):  $k_s = R_f + \beta(R_m - R_f)$

Keterangan:  $k_s$  = biaya laba ditahan

$R_f$  = tingkat pengembalian bebas resiko

$\beta$  = beta, pengukur resiko sistematis saham

$R_m$  = tingkat pengembalian pasar

### 4. Biaya rata-rata tertimbang

(Warsono, 2003:150):  $k_a = k_i \times w_d + k_s \times w_s$

Keterangan:  $k_a$  = biaya modal

$k_s$  = biaya laba ditahan

$k_i$  = biaya utang setelah pajak

$w_d$  = bobot utang

### 5. NOPAT = EBIT (1-t)

### 6. EVA = NOPAT – (WACC x Capital)

### 7. MVA Suad dan Enny (2015) MVA = nilai pasar – nilai buku

### 8. Menilai kinerja keuangan berdasarkan metode EVA dan MVA

EVA > 0, mengindikasikan bahwa perusahaan member nilai lebih bagi penyedia dana

EVA = 0, semua laba digunakan untuk membayar kewajiban pada penyedia dana



$EVA < 0$ , laba tidak memenuhi harapan penyedia dana

$MVA > 0$ , perusahaan mampu meningkatkan kekayaan perusahaan dan penyedia dana

$MVA < 0$ , perusahaan tidak mampu atau menurunkan kekayaan perusahaan dan penyedia dana.



## BAB IV

### HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Sejarah Singkat Perusahaan

##### 4.1.1 Sejarah PT. Astra International Tbk

PT. Astra International Incorporation (AII) pertama kali didirikan pada tanggal 20 Februari 1957 Drs. Tjia Kian Tie (Alm), William Soerjadja (Tjia Kiang Liong ), dan E. Hariman (Liem Peng Hong), yang bergerak dalam bidang usaha ekspor-impor hasil bumi, inventaris alat-alat kereta api untuk PKA (sekarang PJKA), serta bahan-bahan untuk proyek pengembangan PLTA Jatiluhur. Kemudian pada tahun 1965 PT. Astra International mendirikan bangunan baru di Jakarta dan kantor yang berada di Bandung dijadikan sebagai kantor cabang. Pada masa itu PT. Astra International bergerak dalam bidang impor alat-alat berat dan kendaraan bermotor. Berkat usaha patungan antara pemerintah Indonesia dengan yang bergerak dalam bidang perakitan kendaraan beroda empat, maka pada tanggal 25 Februari 1969 berdirilah PT. Gaya Motor. Pada tanggal 1 Juli 1969 PT. Astra International Incorporation (AII) mendapatkan pengakuan resmi dari pemerintah Republik Indonesia sebagai agen tunggal kendaraan bermotor merek “Toyota” untuk seluruh wilayah Indonesia.

Sebagai kelanjutan dari pengakuan tersebut pada pertengahan tahun 1970 PT. Astra International Incorporation (AII) membentuk “Toyota Division” yang menangani distributor dan pemasaran kendaraan merek Toyota. Melihat prospek pemesanan mobil merek Toyota cukup cerah, maka pada tahun 1971 didirikan perusahaan baru yang diberi nama PT. Toyota Astra Motor (TAM) yang merupakan

patungan antara Indonesia dengan Jepang. Perusahaan dari pihak Jepang adalah Toyota Motor Company LTD, dan Toyota Sales Company LTD. Sedangkan dari pihak Indonesia adalah PT. Astra International dan PT. Gaya Motor.

Setelah PT. Astra Motor berdiri, maka status agen tunggal Toyota untuk seluruh wilayah Indonesia dialihkan kepada PT. Toyota Astra Motor, sedangkan PT. Astra International berubah statusnya menjadi penyalur utama kendaraan bermotor merek Toyota. Kegiatan PT. Toyota Astra Motor adalah mengimpor mobil-mobil merek Toyota dalam keadaan *Completely Knock Down* (CKD) dari Jepang dan merakitnya di PT. Gaya Motor serta menyalurkan pada dealer-dealer utama di Indonesia. Disamping sebagai agen tunggal PT. Toyota Astra Motor juga bergerak sebagai importir suku cadang untuk mobil-mobil merek Toyota.

Dengan semakin berkembangnya pemasarannya mobil merek Toyota, dan agar pengelola pemasaran mobil Toyota di Indonesia dapat lebih efisien dan efektif, maka pada tanggal 1 Januari 1976 didirikan PT. Astra Motor Sales (AMS) berdasarkan Akta Notaris Kartini Mulyadi, SH. No. 195 tanggal 30 Juli 1975 dan No. 52 tanggal 10 Oktober 1975. Sebelumnya untuk penjualan mobil Toyota dilakukan oleh satu divisi dari PT. Astra International yaitu *Motor Vehicle Division*. Pada tahun 1989, PT. Astra Motor Sales bergabung dan menjadi divisi penjualan dari PT. Astra International. Kegiatan utama PT. Astra International adalah menjual mobil merek Toyota, menjual sahamnya pada masyarakat (*go public*) dengan nilai nominal yang tidak terlalu tinggi.

Pada saat *go public*, nama PT. Astra International diubah menjadi PT. Astra International Toyota Division. Pada tanggal 8 Agustus 1995 menurut Akte Notaris

Ny. Rukmasanti Hardjasatya, SH No.2, PT. Astra International Toyota Division berubah menjadi PT. Astra International Tbk. Toyota Sales Operation yang bertempat di Jl. Dr. Djunjunan 192 Bandung. Maka pada tanggal 4 Maret 1996 diresmikan PT. Astra International Tbk. Toyota Sales Operation cabang Pasteur Bandung oleh *Chief Executive* AUTO 2000 Yap Tjay Soen. Dalam upaya memenuhi kebutuhan pelanggan akan kendaraan bermotor merek Toyota, PT. Astra International Tbk. Toyota Sales Operation juga melakukan bantuan pengelolaan atas PT. Serasi Autoraya (Toyota Rent AUTO 2000 Car/Trac) yang menangani jasa penyewaan mobil merek Toyota dan PT. Arya Kharisma (Mobil 88) yang melayani penjualan mobil bekas merek Toyota. Kedua perusahaan ini termasuk dalam AUTO 2000 Group.

Sebagai dealer utama wilayah perusahaan PT. Astra International Tbk. Toyota Sales Operation mencakup Sumatra (kecuali Jambi, Riau, dan Bengkulu), Jawa (kecuali Jawa Tengah dan D.I Yogyakarta), Bali, NTB, dan NTT. Kantor cabang Pasteur merupakan cabang ketiga untuk wilayah Bandung dan sekitarnya. Masing-masing cabang berdiri sendiri dan dalam kegiatan operasionalnya bertanggung jawab langsung ke kantor pusat PT. Astra International Tbk. Toyota Sales Operation yang beralamat di Jl. Gaya Motor III No. 3 Sunter II Jakarta Utara.

#### **4.1.2 PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk**

PT AKR Corporindo Tbk adalah perusahaan terkemuka penyedia solusi *supply chain* yang terpadu dan swasta terbesar untuk perdagangan dan distribusi BBM serta bahan kimia dasar di Indonesia. Selain itu, Perseroan melalui sejumlah anak perusahaan juga bergerak di bidang pertambangan dan infrastruktur batubara serta

pabrik. Perseroan merupakan perusahaan swasta nasional pertama yang masuk ke sektor BBM non subsidi pada tahun 2005, tepatnya setelah deregulasi pemerintah terhadap sektor Migas melalui Undang-Undang Migas Nomor 22 Tahun 2001. Di samping itu, Perseroan juga merupakan perusahaan swasta nasional pertama yang dipercaya oleh BPH Migas untuk mendistribusikan BBM bersubsidi sejak 2010. Perseroan membangun kompetensi di bidang distribusi sekaligus logistik dari sebuah usaha perdagangan dan distribusi bahan kimia dasar pada tahun 1960-an di Surabaya, Jawa Timur. Usaha tersebut diresmikan menjadi PT Aneka Kimia Raya pada tanggal 28 November 1977. Dalam rangka meningkatkan kompetensi di bidang distribusi, Perseroan mulai membangun infrastruktur logistik sejak tahun 1980-an, seperti tangki penyimpanan bahan kimia dasar dan gudang di sejumlah pelabuhan laut utama Indonesia.

Kemudian pada tahun 1985 kantor pusat Perseroan dipindahkan dari Surabaya ke Jakarta. Perseroan menjadi perusahaan publik dengan melakukan Penawaran Umum Perdana sebesar 23% dari saham yang disetor kepada investor publik pada akhir September 1994. Pada 3 Oktober 1994 seluruh saham Perseroan dicatitkan dan mulai diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (dahulu Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya). Kemudian di tahun 2004, nama Perseroan diubah dari PT Aneka Kimia Raya Tbk menjadi PT AKR Corporindo Tbk. Perseroan juga telah memperluas bisnis hingga menjangkau China.

Perseroan mengawali bisnis di China pada tahun 2004 dengan mengakusisi pabrik sorbitol, Khalista (Liuzhou) Chemical Industries Co. Ltd yang berdiri pada tahun 1996. Kemudian di tahun 2006, Perseroan mengambil alih pengelolaan lima (5)

pelabuhan sungai di China dan telah menginvestasikan dalam pengembangan pelabuhan-pelabuhan tersebut. Perseroan terus meningkatkan kapasitas dengan membangun sejumlah terminal tangki penyimpanan dalam rangka memperkuat bisnis distribusi dan logistik. Pada tahun 2011, Perseroan memiliki kapasitas tangki penyimpanan sekitar 549.500 KL tersebar di berbagai wilayah di Indonesia. Saat ini, Perseroan beroperasi di dua belas (12) pelabuhan laut dan enam (6) pelabuhan pedalaman di Indonesia dan lima (5) pelabuhan sungai di China.

#### **4.1.3 PT Kalbe Farma Tbk**

Kalbe Farma didirikan pada tanggal 10 September 1966 oleh enam bersaudara. Mulai beroperasi dari sebuah garasi di Jakarta Utara, Kalbe Farma yang saat itu dikomandoi oleh DR. Noenjamin Setiawan dan F. Bing Aryanto serta didukung oleh keempat saudara lainnya bertumbuh sehingga pada akhirnya memiliki pabrik di Pulomas, Jakarta Timur pada tahun 1971. Daerah aktivitasnya pun mulai berkembang yang sebelumnya hanya di Jakarta mulai merambah daerah-daerah lain di Indonesia. Secara bertahap, Kalbe membuka cabang-cabang di daerah dan dalam 10 tahun sejak berdiri, Kalbe telah mencakup seluruh Indonesia.

Dari sisi produk, Kalbe juga terus mengembangkan line produknya sehingga menjadi salah satu perusahaan farmasi yang cukup diperhitungkan di Indonesia, baik untuk kategori obat yang diresepkan (*Ethical*) atau obat yang dijual bebas (*OTC/Over The Counter*). Ditengah maraknya persaingan dengan perusahaan sejenis lainnya, Kalbe melakukan terobosan dengan mendiferensiasi diri dalam beberapa hal. Untuk produk-produk yang diluncurkan, Kalbe selalu meluncurkan produk-produk yang inovatif dan relative memiliki diferensiasi dibandingkan para kompetitor. Dari sisi



pemasaran, pada saat itu Kalbe juga melakukan terobosan dengan memelopori pola-pola pemasaran yang dilakukan perusahaan multinasional, yang sekarang dikenal dengan *medical presentatif*.

Terobosan lain yang memperlihatkan visi kuat Kalbe terhadap kualitas, sekaligus untuk meraih kepercayaan asing, adalah mengembangkan kerjasama strategis dengan beberapa perusahaan multinasional, khususnya dari Jepang. Periode berikutnya, tahun 1976-1985, adalah era dimana perkembangan fisik masih terus berlangsung dan dilanjutkan dengan diversifikasi usaha. Pada tahun 1977, Kalbe sudah menjadi salah satu kekuatan utama pada kategori obat-obatan *ethical* dan mampu bersaing dengan perusahaan-perusahaan multinasional. Langkah berikutnya adalah memperkuat diri di bidang OTC (*Over The Counter*). Untuk itu, pada tahun 1977 didirikan PT. Dankos Laboratories, yang lebih memfokuskan diri di bidang OTC. Pada tahun 1985, Kalbe mengakuisisi PT. Bintang Toedjoe yang juga kuat di OTC serta PT. Hexpharm Jaya yang sebagian besar produknya merupakan pemegang lisensi dari Jepang.

Selain diversifikasi di bidangnya, yaitu farmasi, Kalbe juga mulai merambah bidang pengemasan dan makanan kesehatan. Sementara itu sesuai dengan regulasi pemerintah, pada tahun 1981 bisnis distribusi Kalbe dialihkan kepada PT. Enseval. Memasuki periode berikutnya tahun 1986 hingga Indonesia mengalami krisis keuangan pada tahun 1997, Kalbe kembali ke bisnis inti (*core business*). Meski pada awalnya masih agresif melakukan ekspansi dalam diversifikasi, belakangan Kalbe melakukan langkah-langkah konsolidasi dalam rangka kembali ke bisnis inti. Sayangnya, langkah tersebut belum cukup cepat sehingga Kalbe juga sempat merasakan imbas krisis keuangan pada tahun 1997.



Manajemen Kalbe memutuskan untuk fokus pada bidang-bidang yang dipercaya menjadi lokomotif pertumbuhan pada era berikutnya, antara lain susu dan nutrisi bayi. Konsekuensinya, bisnis-bisnis yang tidak relevan dijual atau dimitrakan dengan pihak asing, misalnya penjualan PT. Bukit Manikam Sakti yang bergerak dibidang makanan Arnotts. Bisnis nutrisi makanan kemudian dikonsolidasi kedalam PT. Sanghiang Perkasa. Dipihak lain, Kalbe mulai memasuki bisnis minuman energy pada tahun 1993, dengan produk Extra Joss.

Pada periode ini juga tercatat beberapa keputusan penting para pendiri Kalbe untuk masuk menjadi perusahaan profesional. Tujuannya agar Kalbe tetap berdiri secara kokoh dan profesional. Salah satu caranya adalah dengan menjadi perusahaan public. Langkah tersebut dimulai ketika pada awal tahun 1989 PT. Igar Jaya dan PT. Dankos Laboratories melakukan penawaran public (*IPO/initial public offering*). Langkah tersebut kemudian dilanjutkan oleh penawaran publik untuk saham Kalbe sendiri pada tahun 1991 dan Enseval Putera Mega Trading (EPMT) pada tahun 1994.

Puncak dari konsolidasi adalah penggabungan usaha antara Kalbe dengan Dankos dan Enseval menjadi satu perusahaan pada tanggal 16 Desember 2005 lalu. Tujuannya adalah menjadikan Kalbe sebagai perusahaan farmasi regional terbesar di kawasan Asia Tenggara sehingga peluang untuk meningkatkan efisiensi dan efektifitas kedepan menjadi terbuka lebih lebar. Sementara itu Kalbe juga mengambil langkah-langkah untuk bersaing secara global. Selain menjalin kemitraan strategis dengan mitra-mitra internasional, semua kegiatan internasional Kalbe juga dikonsolidasikan kedalam suatu organisasi yaitu Kalbe Group International Division, yang diharapkan menjadi motor untuk memacu pertumbuhan bisnis internasional.

#### 4.1.4 PT Astra Otoparts Tbk

PT Astra Otoparts Tbk (Astra Otoparts) adalah sebuah grup perusahaan komponen otomotif terbesar dan terkemuka di Indonesia yang memproduksi dan mendistribusikan beranekaragam suku cadang kendaraan bermotor roda dua dan roda empat. Segmen pasar terbesar Perseroan adalah pasar pabrikan otomotif (OEM/*Original Equipment for Manufacturer*) dan pasar suku cadang pengganti (REM/*Replacement Market*). Saat ini Grup Astra Otoparts terdiri dari 7 unit bisnis, 14 anak perusahaan konsolidasi, 18 associates dan jointly controlled entities, 2 cost companies, serta 11 sub-subsidiary companies yang aktif, yang didukung oleh 37.754 orang karyawan.

Dalam rangka memperluas kapasitas, membangun kompetensi dan meningkatkan daya saing di pasar global, Perseroan menjalin aliansi strategis dengan mendirikan anak perusahaan patungan bersama-sama pemasok komponen terkemuka dari Jepang, Eropa, Amerika Serikat, China, dan Taiwan, seperti Aisin Seiki, Aisin Takaoka, Akashi Kikai Seisakusho, Akebono Brake, Aktiebolaget SKF, Asano Gear, Daido Steel, Denso, DIC Corporation, GS Yuasa, Juoku Technology, Kayaba, Keihin Seimitsu Kogyo, Mahle, MetalArt, NHK Precision, Nippon Gasket, Nittan Valve, Pirelli, SunFun Chain, Toyota Gosei, Toyota Industries, dan Visteon.

Di bidang manufaktur, Astra Otoparts memiliki 4 unit bisnis, 12 anak perusahaan konsolidasi, 18 associates dan jointly controlled entities, 2 cost companies, serta 11 *sub-subsidiary companies* yang aktif. Produk komponen Perseroan dan rangkaiannya (*assemblies*) didistribusikan secara langsung ke pasar OEM dan ke pasar REM di dalam dan luar negeri melalui unit bisnis perdagangan Astra Otoparts. Pabrikan

otomotif terkemuka yang menjadi pelanggan Perseroan diantaranya adalah Toyota, Daihatsu, Isuzu, UD Trucks, Chevrolet, Hino, Honda, Hyundai, Kia, Mazda, Mercedes-Benz, Mitsubishi, Perodua, dan Suzuki untuk kendaraan roda empat; dan Honda, Yamaha, Suzuki, Kawasaki, dan TVS untuk kendaraan roda dua.

Di bidang perdagangan, Astra Otoparts memiliki unit bisnis domestik, unit bisnis internasional, dan unit bisnis retail yang mendistribusikan komponen otomotif ke pasar suku cadang pengganti. Perseroan memiliki jaringan distribusi domestik yang luas, mencakup 50 main dealers, 23 kantor penjualan, dan 12.000 toko suku cadang yang tersebar di seluruh Indonesia. Produk Perseroan tidak hanya menguasai pasar dalam negeri tetapi juga telah merambah ke lebih dari 30 negara di Timur Tengah, Asia Oceania, Afrika, Eropa, dan Amerika, serta memiliki kantor perwakilan di Dubai. Sejak tahun 1998, Astra Otoparts mengembangkan jaringan retail otomotif modern pertama di Indonesia dengan konsep bisnis waralaba yang fokus pada fast moving parts, quick service, dan related service. Jaringan retail yang dikenal dengan nama Shop&Drive ini terus berkembang hingga akhir tahun 2014, dan telah memiliki lebih dari 300 outlet yang tersebar di pulau Jawa, Bali, Kalimantan, dan Sulawesi.

## 4.2 Analisis Data

### 4.2.1 Penghitungan *Economi Value Added* (EVA)

#### 4.2.1.1 PT Astra Internasional Tbk

##### 1. Biaya hutang sebelum pajak

Besarnya biaya hutang sebelum pajak dapat ditentukan dengan menghitung besarnya hasil internal atau arus kas surat-surat obligasi. Sutrisno (2009:151)

Biaya utang sebelum pajak dapat dihitung dengan rumus, sebagai berikut:

$$k_d = \frac{\text{Beban Bunga}}{\text{hutang jangka panjang}}$$

Keterangan;

$k_d$  = biaya hutang sebelum pajak

Tabel 4.1 Hutang Sebelum Pajak PT Astra Internasional Tbk

(dinyatakan dalam miliaran rupiah)

Merger dan Akuisisi	Tahun	Beban Bunga (Rp)	Hutang Jangka Panjang (Rp)	Kd (%)
Sebelum	2008	513	13.280	3.86
	2009	485	13.271	3.65
Sesudah	2011	710	17.686	4.01
	2012	1.021	38.282	2.66

Sumber: Data Diolah

Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel 4.1 PT Astra Internasional Tbk hutang sebelum pajak pada tahun 2008 dan tahun 2009 sebelum merger dan akuisisi mengalami penurunan. Begitu juga pada tahun 2011 dan 2012 setelah merger dan akuisi mengalami penurunan. Hal ini disebabkan adanya beban bunga, beban bunga

menyebabkan keuntungan yang terkena pajak menjadi lebih kecil sehingga pajak yang harus dibayar menjadi kecil juga.

## 2. Biaya hutang setelah pajak

Menurut (Warsono, 2003:140), mengatakan bahwa perusahaan yang menggunakan sebagian sumber dananya dari utang akan terkena kewajiban membayar bunga. Bunga merupakan salah satu bentuk beban bagi perusahaan. Biaya utang setelah pajak dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$k_i = k_d (1 - t)$$

Keterangan:

$k_i$  = biaya utang setelah pajak

$k_d$  = biaya utang sebelum pajak

$t$  = tarif pajak

$$t = \frac{\text{pajak penghasilan}}{\text{labasebelum pajak penghasilan}} \times 100\%$$

Tabel 4.2 Hutang Setelah Pajak PT Astra Internasional Tbk

Merger dan Akuisisi	Tahun	Kd (%)	1-t	Ki (%)
Sebelum	2008	3.86	69,80	9.14
	2009	3.65	70,45	9.09
Sesudah	2011	4.01	75,47	11,24
	2012	2.66	74,33	8,38

Sumber: Data Diolah

### 3. Menghitung Biaya Laba Ditahan

Menentukan Perkiraan tingkat pengembalian disyaratkan dari saham dengan menggunakan rumus CAPM sebagai berikut (Warsono, 2003;149):

$$k_s = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Keterangan:

$k_s$  = biaya laba ditahan

$R_f$  = tingkat pengembalian bebas resiko

$\beta$  = beta, pengukur resiko sistematis saham

$R_m$  = tingkat pengembalian pasar

Tabel 4.3 Laba Ditahan PT Astra Internasional Tbk

Merger dan Akuisisi	Tahun	Rf (%)	Beta	Rm (%)	Ks (%)
Sebelum	2008	5,70	0,344	31,75	1,68
	2009	7,50	0,444	33,41	2,05
Sesudah	2011	6,50	0,554	41,85	26,07
	2012	6,52	0,554	12,11	9,61

Sumber: Data Diolah

Pada hasil perhitungan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi biaya laba cenderung meningkat. Artinya tingkat penegembalian minimum yang dihasilkan oleh perusahaan atas dana yang diinvestasikan dalam suatu proyek yang bersumber dari modal sendiri cukup membaik.

#### 4. Komponen Biaya Rata-Rata Tertimbang

Menghitung biaya modal secara keseluruhan, maka harus mempertimbangkan bobot atau proporsi masing-masing komponen modal sesuai struktur modalnya. Biaya modal rata-rata dirumuskan sebagai berikut (Warsono,2003:150):

$$WACC = k_i \times w_d + k_s \times w_s$$

Keterangan:

WACC= biaya modal

$k_s$  = biaya laba ditahan

$k_i$  = biaya utang setelah pajak

$w_d$  = bobot utang

Tabel 4.4 Perhitungan WACC pada PT Astra Internasional Tbk

Merger dan Akuisisi	Tahun	$k_i$ (%)	$w_d$	$k_s$ (%)	$w_s$	WACC (%)
Sebelum	2008	9,14	0,02	1,68	0,96	25,59
	2009	9,09	0,02	2,05	0,97	23,56
Sesudah	2011	11,24	0,03	26,07	0,96	25,59
	2012	8,38	0,03	9,61	0,96	9,57

Sumber: Data Diolah

Terlihat bahwa setelah merger dan akuisisi cenderung mengalami penurunan. Penurunan ini disebabkan karena biaya utang setelah pajak mengalami penurunan pada tahun 2012 sebesar 4,98%.



### 5. Menghitung NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*)

Tabel 4.5 NOPAT pada PT Astra Internasional Tbk

(dinyatakan dalam miliaran rupiah)

Merger dan Akuisisi	Tahun	EBIT (Rp)	Tarif pajak (%)	1- tarif pajak (%)	NOPAT (Rp)
Sebelum	2008	15.363	0,23	0,77	9.191
	2009	16.402	0,25	0,75	1.040
Sesudah	2011	84.567	27,90	72,10	63.975
	2012	78.630	25,46	74,10	58.615

Sumber: Data Diolah

### 6. Menghitung Economic Value Added (EVA)

Berdasarkan hasil perhitungan NOPAT, WACC, dan total modal yang diinvestasikan, maka dapatlah dihitung nilai EVA sebagai berikut:

Tabel 4.6 EVA pada PT Astra Internasional Tbk

(dinyatakan dalam miliaran rupiah)

Merger dan Akuisisi	Tahun	NOPAT (Rp)	WACC (%)	Modal yg di investasikan (Rp)	Biaya modal (Rp)	EVA (Rp)
Sebelum	2008	9.191	25,59	33.080	8.765	426
	2009	1.040	23,56	39.894	8.966	7.926
Sesudah	2011	63.975	25,59	342.504	87.656	-26.681
	2012	58.615	9,57	367.826	35.159	23.416

Sumber: Data Diolah

#### 4.2.1.2 PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk

##### 1. Biaya hutang sebelum pajak

Besarnya biaya hutang sebelum pajak dapat ditentukan dengan menghitung besarnya hasil internal atau arus kas surat-surat obligasi. Sutrisno (2009:151)

Biaya utang sebelum pajak dapat dihitung dengan rumus, sebagai berikut:

$$k_d = \frac{\text{Beban Bunga}}{\text{hutang jangka panjang}}$$

Keterangan;

$k_d$  = biaya hutang sebelum pajak

Tabel 4.7 Hutang Sebelum Pajak PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk  
(dinyatakan dalam miliaran rupiah)

Merger dan Akuisisi	Tahun	Beban Bunga (Rp)	Hutang Jangka Panjang (Rp)	Kd (%)
Sebelum	2009	19.027	30.399	6,33
	2010	2.010	34.050	5,90
Sesudah	2012	19.027	30.399	6,33
	2013	5.074	50.170	10,11

Sumber: Data Diolah

Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel hutang sebelum pajak pada tahun 2009 dan tahun 2010 sebelum merger dan akuisisi mengalami penurunan. Namun pada tahun 2011 dan 2012 setelah merger dan akuisi mengalami kenaikan. Hal ini disebabkan adanya beban bunga, beban bunga menyebabkan keuntungan yang terkena pajak menjadi lebih besar sehingga pajak yang harus dibayar menjadi besar juga.

## 2. Biaya hutang setelah pajak

Menurut (Warsono, 2003:140), mengatakan bahwa perusahaan yang menggunakan sebagian sumber dananya dari utang akan terkena kewajiban membayar bunga. Bunga merupakan salah satu bentuk beban bagi perusahaan. Biaya utang setelah pajak dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$k_i = k_d (1 - t)$$

Keterangan:

$k_i$  = biaya utang setelah pajak

$k_d$  = biaya utang sebelum pajak

$t$  = tarif pajak

$$t = \frac{\text{pajak penghasilan}}{\text{labasebelum pajak penghasilan}} \times 100\%$$

Tabel 4.8 Biaya Hutang Setelah Pajak PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk

Merger dan Akuisisi	Tahun	Kd (%)	1-t	Ki (%)
Sebelum	2009	6,33	21,09	1,33
	2010	5,90	22,67	1,54
Sesudah	2012	6,33	21,09	1,33
	2013	10,11	78,91	7,98

Sumber: Data Diolah

### 3. Menghitung Biaya Laba Ditahan

Menentukan Perkiraan tingkat pengembalian disyaratkan dari saham dengan menggunakan rumus CAPM sebagai berikut (Warsono, 2003;149):

$$k_s = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Keterangan:

$k_s$  = biaya laba ditahan

$R_f$  = tingkat pengembalian bebas resiko

$\beta$  = beta, pengukur resiko sistematis saham

$R_m$  = tingkat pengembalian pasar

Tabel 4.9 Laba Ditahan PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk

Merger dan Akuisisi	Tahun	Rf (%)	Beta	Rm (%)	Ks (%)
Sebelum	2009	6,50	0,554	41,85	26,07
	2010	6,56	0,564	43,77	27,08
Sesudah	2012	6,50	0,554	26,80	26,07
	2013	6,52	0,554	48,30	9,61

Sumber: Data Diolah

Pada hasil perhitungan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi biaya laba cenderung menurun. Artinya tingkat penegembalian minimum yang dihasilkan oleh perusahaan atas dana yang diinvestasikan dalam suatu proyek yang bersumber dari modal sendiri memburuk.

#### 4. Komponen Biaya Rata-Rata Tertimbang

Menghitung biaya modal secara keseluruhan, maka harus mempertimbangkan bobot atau proporsi masing-masing komponen modal sesuai struktur modalnya. Biaya modal rata-rata dirumuskan sebagai berikut (Warsono,2003:150):

$$WACC = k_i \times w_d + k_s \times w_s$$

Keterangan:

WACC= biaya modal

$k_s$  = biaya laba ditahan

$k_i$  = biaya utang setelah pajak

$w_d$  = bobot utang

Tabel 4.10 Perhitungan WACC PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk

Merger dan Akuisisi	Tahun	$k_i$ (%)	$w_d$	$k_s$ (%)	$w_s$	WACC (%)
Sebelum	2009	1,33	0,01	26,07	0,26	34,67
	2010	1,54	0,01	27,08	0,34	35,67
Sesudah	2012	1,33	0,01	26,07	0,26	34,67
	2013	7,98	0,07	9,61	0,96	76,68

Sumber: Data Diolah

Terlihat bahwa setelah merger dan akuisisi cenderung mengalami kenaikan. Kenaikan ini disebabkan karena biaya utang setelah pajak mengalami kenaikan pada tahun 2012 sebesar 6,65%.

### 5. Menghitung NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*)

Tabel 4.11 NOPAT pada PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk

(dinyatakan dalam miliaran rupiah)

Merger dan Akuisisi	Tahun	EBIT (Rp)	Tarif pajak (%)	1- tarif pajak (%)	NOPAT (Rp)
Sebelum	2008	-44.278	1,05	98,94	- 44.475
	2009	2.344	1,06	97,45	2.238
Sesudah	2011	-44.278	1,05	98,94	-44.475
	2012	132.863	21,09	78,91	132.863

Sumber: Data Diolah

### 6. Menghitung Economic Value Added (EVA)

Berdasarkan hasil perhitungan NOPAT, WACC, dan total modal yang diinvestasikan, maka dapatlah dihitung nilai EVA sebagai berikut:

Tabel 4.12 EVA pada PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk

(dinyatakan dalam miliaran rupiah)

Merger dan Akuisisi	Tahun	NOPAT (Rp)	WACC (%)	Modal yg di investasikan (Rp)	Biaya modal (Rp)	EVA (Rp)
Sebelum	2008	-44.475	34,67	700.973	243.027	-287.502
	2009	2.238	35,67	60.799	234.500	23.765
Sesudah	2011	-44.475	34,67	700.973	243.027	-287.502
	2012	132.863	76,68	819.738	628.575	-495.712

Sumber: Data Diolah

#### 4.2.1.3 PT Kalbe Farma Tbk

##### 1. Biaya hutang sebelum pajak

Besarnya biaya hutang sebelum pajak dapat ditentukan dengan menghitung besarnya hasil internal atau arus kas surat-surat obligasi. Sutrisno (2009:151)

Biaya utang sebelum pajak dapat dihitung dengan rumus, sebagai berikut:

$$k_d = \frac{\text{Beban Bunga}}{\text{hutang jangka panjang}}$$

Keterangan;

$k_d$  = biaya hutang sebelum pajak

Tabel 4.13 Hutang Sebelum Pajak PT Kalbe Farma Tbk

(dinyatakan dalam miliaran rupiah)

Merger dan Akuisisi	Tahun	Beban Bunga (Rp)	Hutang Jangka Panjang (Rp)	Kd (%)
Sebelum	2010	20.716	113.872	18,19
	2011	13.172	128.030	10,29
Sesudah	2013	28.642	174.513	16,41
	2014	52.009	221.636	23,47

Sumber: Data Diolah

Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel hutang sebelum pajak pada tahun 2010 dan tahun 2011 sebelum merger dan akuisisi mengalami penurunan. Namun pada tahun 2013 dan 2014 setelah merger dan akuisi mengalami kenaikan. Hal ini disebabkan adanya beban bunga, beban bunga menyebabkan keuntungan yang terkena pajak menjadi lebih besar sehingga pajak yang harus dibayar menjadi besar juga.



## 2. Biaya hutang setelah pajak

Menurut (Warsono, 2003:140), mengatakan bahwa perusahaan yang menggunakan sebagian sumber dananya dari utang akan terkena kewajiban membayar bunga. Bunga merupakan salah satu bentuk beban bagi perusahaan. Biaya utang setelah pajak dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$k_i = k_d (1 - t)$$

Keterangan:

$k_i$  = biaya utang setelah pajak

$k_d$  = biaya utang sebelum pajak

$t$  = tarif pajak

$$t = \frac{\text{pajak penghasilan}}{\text{labasebelum pajak penghasilan}} \times 100\%$$

Tabel 4.14 Biaya Hutang Setelah Pajak PT Kalbe Farma Tbk

Merger dan Akuisisi	Tahun	Kd (%)	1-t	Ki (%)
Sebelum	2010	18,19	0,32	3,62
	2011	10,29	0,30	3,99
Sesudah	2013	16,41	76,59	12,57
	2014	23,47	76,75	18,01

Sumber: Data Diolah

### 3. Menghitung Biaya Laba Ditahan

Menentukan Perkiraan tingkat pengembalian disyaratkan dari saham dengan menggunakan rumus CAPM sebagai berikut (Warsono, 2003;149):

$$k_s = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Keterangan:

$k_s$  = biaya laba ditahan

$R_f$  = tingkat pengembalian bebas resiko

$\beta$  = beta, pengukur resiko sistematis saham

$R_m$  = tingkat pengembalian pasar

Tabel 4.15 Biaya Laba Ditahan PT Kalbe Farma Tbk

Merger dan Akuisisi	Tahun	Rf (%)	Beta	Rm (%)	Ks (%)
Sebelum	2010	5,70	0,750	34,75	23,44
	2011	5,89	0,756	35,66	28,39
Sesudah	2013	5,82	0,750	14,21	6,78
	2014	5,93	0,750	11,61	4,59

Sumber: Data Diolah

Pada hasil perhitungan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi biaya laba cenderung menurun. Artinya tingkat penegembalian minimum yang dihasilkan oleh perusahaan atas dana yang diinvestasikan dalam suatu proyek yang bersumber dari modal sendiri memburuk.

#### 4. Komponen Biaya Rata-Rata Tertimbang

Menghitung biaya modal secara keseluruhan, maka harus mempertimbangkan bobot atau proporsi masing-masing komponen modal sesuai struktur modalnya. Biaya modal rata-rata dirumuskan sebagai berikut (Warsono,2003:150):

$$WACC = k_i \times w_d + k_s \times w_s$$

Keterangan:

WACC= biaya modal

$k_s$  = biaya laba ditahan

$k_i$  = biaya utang setelah pajak

$w_d$  = bobot utang

Tabel 4.16 Perhitungan WACC PT Kalbe Farma Tbk

Merger dan Akuisisi	Tahun	$k_i$ (%)	$w_d$	$k_s$ (%)	$w_s$	WACC (%)
Sebelum	2010	3,62	0,08	23,44	0,23	2,03
	2011	3,99	0,03	28,39	0,28	1,13
Sesudah	2013	12,57	0,12	6,78	0,06	0,85
	2014	18,01	0,18	4,59	0,04	0,82

Sumber: Data Diolah

### 5. Menghitung NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*)

Tabel 4.17 NOPAT pada PT Kalbe Farma Tbk

(dinyatakan dalam miliaran rupiah)

Merger dan Akuisisi	Tahun	EBIT (Rp)	Tarif pajak (%)	1- tarif pajak (%)	NOPAT (Rp)
Sebelum	2010	5.166	0,7	0,32	3.616
	2011	5.551	0,68	0,30	3.774
Sesudah	2013	2.572	0,23	76,59	1.970
	2014	2.763	0,23	76,75	2.121

Sumber: Data Diolah

### 6. Menghitung Economic Value Added (EVA)

Berdasarkan hasil perhitungan NOPAT, WACC, dan total modal yang diinvestasikan, maka dapatlah dihitung nilai EVA sebagai berikut:

Tabel 4.18 EVA pada PT Kalbe Farma Tbk

(dinyatakan dalam miliaran rupiah)

Merger dan Akuisisi	Tahun	NOPAT (Rp)	WACC (%)	Modal yg di investasikan (Rp)	Biaya modal (Rp)	EVA (Rp)
Sebelum	2010	3.616	2,03	5.777	11.768	-8.152
	2011	3.774	1,13	6.515	7.376	-3.601
Sesudah	2013	1.970	0,85	8.499	7.241	-5.271
	2014	2.121	0,82	9.817	8.109	-5.988

Sumber: Data Diolah

#### 4.2.1.4 PT Astra Otoparts Tbk

##### 1. Biaya hutang sebelum pajak

Besarnya biaya hutang sebelum pajak dapat ditentukan dengan menghitung besarnya hasil internal atau arus kas surat-surat obligasi. Sutrisno (2009:151)

Biaya utang sebelum pajak dapat dihitung dengan rumus, sebagai berikut:

$$k_d = \frac{\text{Beban Bunga}}{\text{hutang jangka panjang}}$$

Keterangan;

$k_d$  = biaya hutang sebelum pajak

Tabel 4.19 Hutang Sebelum Pajak PT Astra Otoparts Tbk

(dinyatakan dalam miliaran rupiah)

Merger dan Akuisisi	Tahun	Beban Bunga (Rp)	Hutang Jangka Panjang (Rp)	Kd (%)
Sebelum	2011	99.586	644.777	15,46
	2012	87.265	397.612	21,94
Sesudah	2014	97.384	386.560	25,19
	2015	173.063	569.777	30,37

Sumber: Data Diolah

Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel hutang sebelum pajak pada tahun 2009 dan tahun 2010 sebelum merger dan akuisisi mengalami penurunan. Namun pada tahun 2011 dan 2012 setelah merger dan akuisi mengalami kenaikan. Hal ini disebabkan adanya beban bunga, beban bunga menyebabkan keuntungan yang terkena pajak menjadi lebih besar sehingga pajak yang harus dibayar menjadi besar juga.

## 2. Biaya hutang setelah pajak

Menurut (Warsono, 2003:140), mengatakan bahwa perusahaan yang menggunakan sebagian sumber dananya dari utang akan terkena kewajiban membayar bunga. Bunga merupakan salah satu bentuk beban bagi perusahaan. Biaya utang setelah pajak dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$k_i = k_d (1 - t)$$

Keterangan:

$k_i$  = biaya utang setelah pajak

$k_d$  = biaya utang sebelum pajak

$t$  = tarif pajak

$$t = \frac{\text{pajak penghasilan}}{\text{labasebelum pajak penghasilan}} \times 100\%$$

Tabel 4.20 Biaya Hutang Setelah Pajak PT Astra Otoparts Tbk

Merger dan Akuisisi	Tahun	Kd (%)	1-t	Ki (%)
Sebelum	2011	15,46	90	18,60
	2012	21,94	82,7	3,93
Sesudah	2014	25,19	0,76	19,14
	2015	30,37	0,66	20,04

Sumber: Data Diolah

### 3. Menghitung Biaya Laba Ditahan

Menentukan Perkiraan tingkat pengembalian disyaratkan dari saham dengan menggunakan rumus CAPM sebagai berikut (Warsono, 2003;149):

$$k_s = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Keterangan:

$k_s$  = biaya laba ditahan

$R_f$  = tingkat pengembalian bebas resiko

$\beta$  = beta, pengukur resiko sistematis saham

$R_m$  = tingkat pengembalian pasar

Tabel 4.21 Biaya Laba Ditahan PT Astra Otoparts Tbk

Merger dan Akuisisi	Tahun	Rf (%)	Beta	Rm (%)	Ks (%)
Sebelum	2011	5,52	0,654	31,75	18,60
	2012	5,54	0,544	12,11	3,93
Sesudah	2014	5,78	0,634	9,51	19,14
	2015	7,79	0,657	9,77	20,04

Sumber: Data Diolah

Pada hasil perhitungan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi biaya laba cenderung menurun. Artinya tingkat penegembalian minimum yang dihasilkan oleh perusahaan atas dana yang diinvestasikan dalam suatu proyek yang bersumber dari modal sendiri memburuk.



#### 4. Komponen Biaya Rata-Rata Tertimbang

Menghitung biaya modal secara keseluruhan, maka harus mempertimbangkan bobot atau proporsi masing-masing komponen modal sesuai struktur modalnya. Biaya modal rata-rata dirumuskan sebagai berikut (Warsono,2003:150):

$$WACC = k_i \times w_d + k_s \times w_s$$

Keterangan:

WACC= biaya modal

$k_s$  = biaya laba ditahan

$k_i$  = biaya utang setelah pajak

$w_d$  = bobot utang

Tabel 4.22 Menghitung WACC PT Astra Otoparts Tbk

Merger dan Akuisisi	Tahun	$k_i$ (%)	$w_d$	$k_s$ (%)	$w_s$	WACC (%)
Sebelum	2011	13,91	0,13	18,60%	0,18	2,59
	2012	18,14	0,18	23,93%	0,03	0,71
Sesudah	2014	19,14	0,21	8,14%	0,02	0,56
	2015	20,04	0,20	9,09%	0,09	1,82

Sumber: Data Diolah

Terlihat bahwa setelah merger dan akuisisi cenderung mengalami kenaikan. Kenaikan ini disebabkan karena biaya utang setelah pajak mengalami kenaikan pada tahun 2012 sebesar 6,65%.

### 5. Menghitung NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*)

Tabel 4.23 NOPAT pada PT Astra Otoparts Tbk

(dinyatakan dalam miliaran rupiah)

Merger dan Akuisisi	Tahun	EBIT (Rp)	Tarif pajak (%)	1- tarif pajak (%)	NOPAT (Rp)
Sebelum	2011	1.263	10	90	1.135
	2012	1.210	17,3	82,7	999
Sesudah	2014	1.108	13,7	86,3	956
	2015	956	34	66	1.142

Sumber: Data Diolah

### 6. Menghitung Economic Value Added (EVA)

Berdasarkan hasil perhitungan NOPAT, WACC, dan total modal yang diinvestasikan, maka dapatlah dihitung nilai EVA sebagai berikut:

Tabel 4.24 EVA pada PT Astra Otoparts Tbk

(dinyatakan dalam miliaran rupiah)

Merger dan Akuisisi	Tahun	NOPAT (Rp)	WACC (%)	Modal yg di investasikan (Rp)	Biaya modal (Rp)	EVA (Rp)
Sebelum	2011	1.135	2,59	5.485	243	993
	2012	999	0,71	9.425	234	932
Sesudah	2014	956	0,56	142	243	899
	2015	1.142	1,82	669	628	-173

Sumber: Data Diolah

## 4.2.2 Penghitungan *Market Value Added* (MVA)

### 4.2.2.1 PT Astra Internasional Tbk

MVA merupakan total tambahan kekayaan perusahaan terhadap pemegang saham dibandingkan total investasi yang telah dilaksanakan. Perhitungan MVA dapat dituliskan dengan rumus sebagai berikut Sartono (2004):

$$MVA = \text{Market Value of Equity (MVE)} - \text{Book Value of Equity (BVE)}$$

$$MVE = \text{shares outstanding} \times \text{stock price}$$

$$BVE = \text{share outstanding} \times \text{nominal value of shares}$$

Penghitungan MVA PT Astra Internasional Tbk sesudah dan sebelum merger dan akuisisi dapat dilihat pada table 4.24 dan table 4.25

Tabel 4.25 Penghitungan MVA sebelum merger dan akuisisi

Komponen MVA/Tahun	2008	2009
Jumlah saham yang beredar (jutaan lembar)	6.000	6.000
Harga saham akhir tahun (Rp.)	2.350	2.350
<i>Equity Market (MVE)</i> (Rp000.000,-)	14.100.000	14.100.000
Nilai nominal saham (Rp)	500	600
<i>Equity Book Value (BVE)</i> (Rp000.000,-)	3.000.000	3.000.000
<i>MVA</i> (Rp000.000,-)	11.100.000	12.100.000

Tabel 4.26 Penghitungan MVA sesudah merger dan akuisisi

Komponen MVA/Tahun	2011	2012
Jumlah saham yang beredar (jutaan lembar)	6.000	6.000
Harga saham akhir tahun (Rp.)	2.350	3.750
<i>Equity Market (MVE)</i> (Rp000.000,-)	14.100.000	22.500.000
Nilai nominal saham (Rp)	500	550
<i>Equity Book Value (BVE)</i> (Rp000.000,-)	3.000.000	3.300.000
<i>MVA</i> (Rp000.000,-)	11.100.000	19.200.000

#### 4.2.2.2 PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk

Tabel 4.27 Penghitungan MVA sebelum Merger dan Akuisisi

Komponen MVA/Tahun	2009	2010
Jumlah saham yang beredar (jutaan lembar)	3.600	3.600
Harga saham akhir tahun (Rp.)	4300	4300
<i>Equity Market (MVE)</i> (Rp000.000,-)	15.480.000	15.480.000
Nilai nominal saham (Rp)	100	150
<i>Equity Book Value (BVE)</i> (Rp000.000,-)	360.000	360.000
<i>MVA</i> (Rp000.000,-)	15.120.000	16.150.000

Tabel 4.28 Penghitungan MVA sesudah Merger dan Akuisisi

Komponen MVA/Tahun	2012	2013
Jumlah saham yang beredar (jutaan lembar)	3.600	3.600
Harga saham akhir tahun (Rp.)	4300	4500
<i>Equity Market (MVE)</i> (Rp000.000,-)	15.480.000	16.200.000
Nilai nominal saham (Rp)	100	100
<i>Equity Book Value (BVE)</i> (Rp000.000,-)	360.000	360.000
<i>MVA</i> (Rp000.000,-)	15.120.000	15.840.000

Hasil dari perhitungan *Market Value Added* (MVA) pada tabel di atas menunjukkan bahwa MVA PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk adalah positif di setiap tahunnya. Hal ini berarti bahwa perusahaan tersebut telah mampu meningkatkan kekayaan dari para pemegang saham.

#### 4.2.2.3 PT Kalbe Farma Tbk

Tabel 4.29 Penghitungan MVA sebelum Merger dan Akuisisi

Komponen MVA/Tahun	2010	2011
Jumlah saham yang beredar (jutaan lembar)	17.000	17.000
Harga saham akhir tahun (Rp.)	50	75
<i>Equity Market (MVE)</i> (Rp000.000,-)	38.250.000	425.000
Nilai nominal saham (Rp)	10	25
<i>Equity Book Value (BVE)</i> (Rp000.000,-)	850.000	1.275.000
<i>MVA</i> (Rp000.000,-)	37.400.000	850.000

Tabel 4.30 Penghitungan MVA sesudah Merger dan Akuisisi

Komponen MVA/Tahun	2013	2014
Jumlah saham yang beredar (jutaan lembar)	85.000	85.000
Harga saham akhir tahun (Rp.)	560	790
<i>Equity Market (MVE)</i> (Rp000.000,-)	47.600.000	67.150.000
Nilai nominal saham (Rp)	10	10
<i>Equity Book Value (BVE)</i> (Rp000.000,-)	850.000	850.000
<i>MVA</i> (Rp000.000,-)	46.750.000	66.300.000

Hasil dari perhitungan *Market Value Added* (MVA) pada tabel di atas menunjukkan bahwa MVA PT Kalbe Farma Tbk adalah positif di setiap tahunnya. Hal ini berarti bahwa perusahaan tersebut telah mampu meningkatkan kekayaan dari para pemegang saham.

#### 4.2.2.4 PT Astra Otoparts Tbk

Tabel 4.31 Penghitungan MVA sebelum Merger dan Akuisisi

Komponen MVA/Tahun	2011	2012
Jumlah saham yang beredar (jutaan lembar)	10.000	10.000
Harga saham akhir tahun (Rp.)	2300	2350
<i>Equity Market (MVE)</i> (Rp000.000,-)	23.000.000	23.500.000
Nilai nominal saham (Rp)	100	100
<i>Equity Book Value (BVE)</i> (Rp000.000,-)	1.000.000	1.000.000
<i>MVA</i> (Rp000.000,-)	22.000.000	22.500.000

Tabel 4.32 Penghitungan MVA sesudah Merger dan Akuisisi

Komponen MVA/Tahun	2014	2015
Jumlah saham yang beredar (jutaan lembar)	10.000	10.000
Harga saham akhir tahun (Rp.)	2400	2700
<i>Equity Market (MVE)</i> (Rp000.000,-)	24.000.000	27.000.000
Nilai nominal saham (Rp)	100	200
<i>Equity Book Value (BVE)</i> (Rp000.000,-)	1.000.000	2.000.000
<i>MVA</i> (Rp000.000,-)	23.000.000	25.000.000

Hasil dari perhitungan *Market Value Added* (MVA) pada tabel di atas menunjukkan bahwa MVA PT Astra Otoparts Tbk adalah positif di setiap tahunnya. Hal ini berarti bahwa perusahaan tersebut telah mampu meningkatkan kekayaan dari para pemegang saham.

### 4.3 Pembahasan

*Economic Value Added* (EVA) merupakan suatu cara untuk menilai kinerja keuangan. EVA merupakan indikator tentang adanya penambahan nilai dari suatu investasi. Konsep EVA bermula dari konsep biaya modal, yakni suatu konsep yang digunakan untuk mengetahui seberapa besar biaya yang telah dikeluarkan oleh perusahaan. (Brigham, 2010:69), EVA adalah suatu estimasi dari laba ekonomis yang sebenarnya dari bisnis untuk tahun yang bersangkutan. EVA menyajikan suatu ukuran yang baik mengenai sampai sejauh mana perusahaan telah memberikan tambahan nilai pada pemegang saham. Oleh karenanya, jika manajer berfokus pada EVA, hal ini dapat membantu memastikan bahwa mereka telah menjalankan operasi dengan cara yang konsisten dengan tujuan dengan memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Analisis nilai tambah ekonomis EVA memfokuskan pada efektivitas manajerial dalam suatu tahun tertentu. EVA pada tahun tertentu tentang seberapa besar nilai bersih yang dapat diciptakan oleh manajemen perusahaan dengan menggunakan sumberdayanya yang dimilikinya, termasuk pengguna atas semua dana yang ada, baik dari pemilik/ pemegang saham maupun kreditor. Oleh karena itu, EVA adalah suatu estimasi laba ekonomis yang benar atas suatu bisnis selama tahun tertentu. (Warsono, 2003:48)



MVA (*market value added*). Menurut Warsono (2003) tujuan utama manajemen keuangan perusahaan adalah memaksimumkan kemakmuran bagi para pemegang saham biasa dan juga menjamin bahwa sumberdaya yang terbatas dialokasikan secara efisien. Kemakmuran bagi para pemegang saham dapat dimaksimumkan dengan memaksimalkan perbedaan antara nilai pasar ekuitas dengan jumlah modal ekuitas yang dipasok oleh para investor kepada perusahaan.

#### **4.3.1 Economic Value Added(EVA)**

Berdasarkan hasil perhitungan analisis data kinerja keuangan perusahaan yang sudah ditinjau dengan menggunakan metode EVA pada perusahaan yg dipilih sebagai objek penelitian. Akan secara lengkap diuraikan sebagai berikut:

1. PT Astra Internasional Tbk

Hasil perhitungan kinerja keuangan menggunakan EVA pada tahun 2008 sebesar Rp 426, pada tahun 2009 sebesar Rp 7926 dan pada tahun 2012 Rp 23.416 yang menunjukkan  $EVA > 0$  yang menandakan pada tahun 2008, 2009, dan 2012 PT Astra Internasional Tbk memiliki nilai tambah ekonomis lebih setelah perusahaan membayar semua kewajiban kepada penyandang dana. Namun pada tahun 2011 kinerja keuangan perusahaan menunjukan  $EVA -Rp\ 26.681 < 0$  yang berarti pada tahun 2011 perusahaan tidak memiliki nilai tambah ekonomis karena tidak mampu menyediakan laba yang diharapkan penyedia dana.

Kemudian berkaitan dengan peristiwa merger dan akuisisi dapat kita lihat dari nilai tersebut bahwa pada 2 tahun sebelum merger dan akuisi perusahaan mengalami perkembangan dari tahun 2008 dan 2009 setelah itu mengalami penurunan pada satu

tahun setelah merger dan akuisisi namun pada tahun kedua setelah peristiwa merger dan akuisisi kinerja keuangan mengalami peningkatan.

## 2. PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk

Hasil perhitungan kinerja keuangan menggunakan EVA pada tahun 2009 sebesar -Rp 287.502, pada tahun 2011 sebesar -Rp 287.502 dan pada tahun 2012 -Rp 495.712 yang menunjukkan  $EVA < 0$  yang menandakan pada tahun 2009, 2012, dan 2013 PT Astra Internasional Tbk tidak memiliki nilai tambah ekonomis karena tidak mampu menyediakan laba yang diharapkan penyedia dana. Namun pada tahun 2011 kinerja keuangan perusahaan menunjukkan  $EVA \text{ Rp } 23.765 > 0$  yang berarti pada tahun 2011 perusahaan tidak memiliki nilai tambah ekonomis lebih setelah perusahaan membayar semua kewajiban kepada penyandang dana.

Kemudian berkaitan dengan peristiwa merger dan akuisisi dapat kita lihat dari nilai tersebut bahwa pada 2 tahun sebelum merger dan akuisi perusahaan mengalami perkembangan dari tahun 2009 dan 2010 yang ditunjukkan oleh perubahan nilai EVA menjadi lebih dari nol. Setelah itu mengalami penurunan drastis pada satu tahun setelah merger dan akuisisi. Penurunan tersebut berlanjut pada tahun kedua setelah peristiwa merger dan akuisisi yang ditunjukkan oleh semakin besarnya nilai minus EVA pada tahun 2013.

## 3. PT Kalbe Farma Tbk

Hasil perhitungan kinerja keuangan menggunakan EVA yang ditunjukkan oleh PT Kalbe Farma Tbk tahun 2010 -Rp8.152, tahun 2011 -Rp3.601, tahun 2013 -Rp 5.271, dan pada tahun 2014 -Rp5.988 menunjukkan nilai  $EVA < 0$  pada setiap

tahunnya. Menunjukkan bahwa perusahaan tidak memiliki nilai tambah karena laba yang dihasilkan tidak memenuhi harapan penyedia dana.

Dapat dilihat bahwa pada 2 tahun sebelum merger dan akuisisi perusahaan sempat meningkatkan kinerjanya namun setelah peristiwa merger dan akuisisi perusahaan kembali mengalami penurunan kinerja perusahaan yg ditunjukkan oleh peningkatan nilai minus pada EVA.

#### 4. PT Astra Otoparts Tbk

Hasil perhitungan kinerja keuangan menggunakan EVA pada tahun 2011 sebesar Rp 993, pada tahun 2012 sebesar Rp 932 dan pada tahun 2014 Rp 889 yang menunjukkan  $EVA > 0$  yang menandakan pada tahun 2011, 2012, dan 2014 PT Astra Otoparts Tbk memiliki nilai tambah ekonomis lebih setelah perusahaan membayar semua kewajiban kepada penyandang dana. Namun pada tahun 2015 kinerja keuangan perusahaan menunjukan  $EVA -Rp 1.731 < 0$  yang berarti pada tahun 2015 perusahaan tidak memiliki nilai tambah ekonomis karena tidak mampu menyediakan laba yang diharapkan penyedia dana.

Kemudian berkaitan dengan peristiwa merger dan akuisisi dapat kita lihat dari nilai tersebut bahwa pada 2 tahun sebelum dan sesudah merger dan akuisi kinerja perusahaan mengalami penurunan yang ditunjukkan oleh menurunnya nilai EVA

#### 4.3.2 Market Value Added(MVA)

Berdasarkan hasil perhitungan analisis data kinerja keuangan perusahaan yang sudah ditinjau dengan menggunakan metode MVA pada perusahaan yg dipilih sebagai objek penelitian. Akan secara lengkap diuraikan sebagai berikut:

##### 1. PT Astra Internasional Tbk

Hasil kinerja keuangan perusahaan menggunakan metode MVA pada tahun 2008 Rp 11.100.000.000.000 , tahun 2009 Rp 12.100.000.000.000 , tahun 2011 Rp 11.100.000.000.000 , pada tahun 2012 Rp 19.200.000.000.000 menunjukkan PT Astra Internasional Tbk memiliki nilai MVA  $> 0$  yang berarti bahwa perusahaan mampu meningkatkan kekayaan pemegang saham.

Kemudian berkaitan dengan peristiwa merger dan akuisisi terlihat bahwa ada nya peningkatan kinerja keuangan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi yg ditunjukkan oleh meningkatnya nilai MVA.

##### 2. PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk

Hasil kinerja keuangan perusahaan menggunakan metode MVA pada tahun 2009 Rp 15.120.000.000.000 , tahun 2010 Rp 16.500.000.000.000 , tahun 2012 Rp 15.120.000.000.000 , pada tahun 2013 Rp 15.840.000.000.000 menunjukkan PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk memiliki nilai MVA  $> 0$  yang berarti bahwa perusahaan mampu meningkatkan kekayaan pemegang saham.

Kemudian berkaitan dengan peristiwa merger dan akuisisi terlihat bahwa ada nya peningkatan kinerja keuangan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi yg ditunjukkan oleh meningkatnya nilai MVA.

### 3. PT Kalbe Farma Tbk

Hasil kinerja keuangan perusahaan menggunakan metode MVA pada tahun 2010 Rp 37.400.000.000.000 , tahun 2011 Rp 850.000.000.000 , tahun 2013 Rp 46.750.000.000.000 , pada tahun 2014 Rp 66.300.000.000.000 menunjukkan PT Kalbe Farma Tbk memiliki nilai  $MVA > 0$  yang berarti bahwa perusahaan mampu meningkatkan kekayaan pemegang saham.

Kemudian berkaitan dengan peristiwa merger dan akuisisi terlihat bahwa ada nya peningkatan kinerja keuangan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi yg ditunjukkan oleh meningkatnya nilai MVA.

### 4. PT Astra Otoparts Tbk

Hasil kinerja keuangan perusahaan menggunakan metode MVA pada tahun 2011 Rp 22.000.000.000.000 , tahun 2012 Rp 22.500.000.000.000 , tahun 2014 Rp 23.000.000.000.000 , pada tahun 2015 Rp 25.000.000.000.000 menunjukkan PT Astra Internasional Tbk memiliki nilai  $MVA > 0$  yang berarti bahwa perusahaan mampu meningkatkan kekayaan pemegang saham.

Kemudian berkaitan dengan peristiwa merger dan akuisisi terlihat bahwa ada nya peningkatan kinerja keuangan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi yg ditunjukkan oleh meningkatnya nilai MVA.

## BAB V

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan yang telah dilakukan maka dapat ditarik kesimpulan bahwa:

1. Kinerja keuangan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi pada perusahaan manufaktur yang diteliti dapat diketahui bahwa adanya kecenderungan mengalami penurunan dilihat dari hasil *economic value added* (EVA). Penurunan angka EVA tersebut menunjukkan bahwa perusahaan mengalami penurunan atas keuntungan operasional setelah pajak, dikurangi biaya modal yang digunakan untuk menilai kinerja perusahaan dengan memperhatikan secara adil harapan – harapan para pemegang saham dan kredit. Penurunan tersebut juga memberikan gambaran mengenai semakin menurunnya kemampuan perusahaan dalam memberikan dukungan upaya peningkatan keuntungan yang ditawarkan oleh investor.
2. Kinerja keuangan sebelum dan sesudah merger dan akuisisi yang dihitung menggunakan *market value added* (MVA) menunjukkan adanya hasil positif dan peningkatan. Hasil peningkatan tersebut menunjukkan bahwa modal kerja yang diinvestasikan semakin tinggi. Semakin besar MVA, semakin baik sehingga memberikan gambaran mengenai sejauh mana perusahaan dapat memaksimalkan penggunaan modal kerja yang dimiliki oleh perusahaan.

## 5.2 Saran

Berdasarkan simpulan dari hasil analisis data yang dilakukan maka diajukan beberapa saran yaitu sebagai berikut:

### 1. Bagi Investor

Bagi para investor dapat menggunakan *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA) sebagai alat ukur untuk mengamati kinerja perusahaan. Melalui pengamatan tersebut maka pihak investor akan mendapatkan informasi yang lengkap terkait dengan pencapaian keuntungan yang akan diperoleh dari kegiatan investasi yang dilakukan. Langkah nyata yang dapat dilakukan yaitu dengan melakukan pengelolaan modal yang dimiliki sehingga secara tepat mendukung aktivitas operasional perusahaan dan pada akhirnya dapat meningkatkan profit. Kebijakan melalui merger dan akuisisi memberikan dampak positif terhadap upaya peningkatan kinerja keuangan perusahaan sehingga kebijakan tersebut dapat mendukung upaya memaksimalkan pencapaian tujuan yang ditetapkan oleh perusahaan.

### 2. Bagi Perusahaan

Bagi perusahaan diharapkan untuk lebih memaksimalkan kinerja operasional sehingga dapat menambah dan meningkatkan nilai perusahaan, dengan adanya peningkatan nilai perusahaan tersebut maka dapat meningkatkan profit yang akan diterima oleh investor sehingga investor lebih tertarik untuk melakukan investasi di perusahaan.



## DAFTAR PUSTAKA

- Agus Sartono, 2004, *Manajemen Keuangan, Teori dan Aplikasinya*, Edisi Kedua, BPFE UGM, Yogyakarta.
- Baridwan, Zaki dan Ary Legowo. 2002. *Asosiasi antara EVA, MVA, dan rasio profitabilitas terhadap harga saham. TEMA*, Volume III, Nomor 2
- Beams, Floyd A. 2004. *Akuntansi Keuangan Lanjutan Buku Satu* (Edisi Revisi). Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, Eugene F and Joel F.Houston, 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, alih bahasa Ali Akbar Yulianto, Buku satu, Edisi sepuluh, PT. Salemba Empat, Jakarta.
- Darmadji, T. & Fakhruddin, H. M. (2006). *Pasar modal di indonesia*. (Edisi 2). Jakarta: Penerbit Salemba Empat.
- Endri. (2005). *Analisis Pengaruh Economic Value Added Terhadap Market Value Added Pada 10 Perusahaan Go Public yang Sahamnya Tergolong Blue Chips di Bursa Efek Jakarta* (BF-1) Periode 2000 - 2004. Media Ekonomi. Vol. 11, No. 2, Agustus 2005. Hal 155 -170.
- Fahmi, Irham. 2013. *Analisis Laporan Keuangan*. Bandung: Alfabeta.
- Gitman, Lawrence J. 2003, "*Principles of Manajerial Finance*", International Edition, 10th edition, Pearson Education, Boston.
- Harianto dan Sudomo. (2001). "*Perangkat dan Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*". Jakarta: PT. Bursa Efek Indonesia.
- Harahap, S Sofyan, (2009) *Analisis kritis Laporan keuangan*, cetakan ketiga, edisi.1, Raja Grafindo Persada, Jakarta
- Kasmir. 2008. *Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya*. Edisi Revisi 2008. Jakarta: PT. RAJAGRAFINDO PERSADA.
- Melani K. Hardiman. 2007. *Para Pencetak Kekayaan di Pasar Modal*. SWA26/XXIII/6-17 Desember, hal 44
- Moin. A. 2003. *Merger, Akuisisi dan Divestasi*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Ekonisia

- Mulyadi, 2007. *Sistem Akuntansi*, Jakarta :Selemba Empat.
- Nasser, ETTY. 2003. *Pengukuran Kinerja Keuangan Perusahaan dengan Menggunakan EVA dan MVA*. Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi. Vol 3 No. 1. 24-42
- Nazir, M. 2003. *Metode Penelitian*. Jakarta: Ghalia Indonesia
- Payamta Dan Doddy Setiawan. 2004. *"Analisis Pengaruh Merger Dan Akuisisi Terhadap Kinerja Perusahaan Publik Di Indonesia"*. Jurnal Riset Akuntansi Indonesia. Vol. 7. No. 3. September. Hal. 256-282.
- Rudianto, 2006. *Akuntansi Manajemen, Informasi untuk Pengambilan Keputusan Manajemen*, Gramedia, Jakarta
- Sa'diyah, Halimatus. (2015). *Analisis Dampak Merger Terhadap Economic Value Added (EVA) dan Market Value Added (MVA) (Studi Pada Perusahaan Di Bursa Efek Indonesia Yang Melakukan Merger Tahun 2011)*. Jurnal Administrasi Bisnis
- Salim, Ubud. (2011). *Manajemen Strategi Keuangan Panduan Memperbaiki Kinerja Keuangan dan Profit*. Malang: UB Press
- Sunariyah. 2006. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, Edisi Kelima, UPP STIM YKPN, Yogyakarta.
- Sundjaja Ridwan S. dan Inge Barlian. 2003. *Manajemen Keuangan I*, Edisi kelima. Jakarta: Literata Lintas Media.
- Sutrisno, Edi. 2009. *Manajemen Sumber Daya Manusia Edisi pertama*. Jakarta: Kencana Prenada Media Group
- Warsono, 2003, *Manajemen Keuangan Perusahaan*, Jilid Satu, edisi ketiga, penerbit Bayu Media, Jakarta
- Widayanto, Gatot. 1993. *EVA/NITAMI: Suatu Terobosan Baru dalam Pengukuran Kinerja Perusahaan. No. 12. Tahun XXVI*. Desember: Usahawan

## LAMPIRAN

## PT Astra Internasional Tbk

Perhitungan Sebelum Mergera. EVA (*Economic Value Added*)

(dalam ribuan)

Komponen EVA/Tahun	2008	2009
NOPAT	9191	1040
WACC	25,59%	23,56%
Modal yang diinvestasikan	33080	39894
Biaya modal	8765	8966
EVA	426	7926

b. MVA (*Market Value Added*)Hasil analisis MVA (*Market Value Added*).

Komponen MVA/Tahun	2008	2009
Jumlah saham yang beredar (lembar)	6.000.000.000	6.000.000.000
Harga saham akhir tahun (Rp.)	2.350	2.350
<i>Equity Market (MVE)</i>	14.100.000.000.000	14.100.000.000.000
Nilai nominal saham (Rp)	500	600
<i>Equity Book Value (BVE)(Rp)</i>	3.000.000.000.000	3.000.000.000.000
<i>MVA (RP)</i>	11.100.000.000.000	12.100.000.000.000

### Perhitungan Setelah Merger

a. EVA (*Economic Value Added*)

Komponen EVA/Tahun	2011	2012
NOPAT	63820289	58446346
WACC	25,59%	9,57%
Modal yang diinvestasikan	342.504.115,00	367.826.539,00
Biaya modal	87.656.802,21	35.198.884,52
EVA	(26.681.732,21)	23.416.238,21

Sumber: Data Diolah

b. MVA (*Market Value Added*)

Hasil analisis MVA (*Market Value Added*) dapat disajikan pada tabel 4.14.

Komponen MVA/Tahun	2011	2012
Jumlah saham yang beredar (lembar)	6.000.000.000	6.000.000.000
Harga saham akhir tahun (Rp.)	2.350	3.750
<i>Equity Market (MVE)</i>	14.100.000.000.000	22500000000000
Nilai nominal saham (Rp)	500	550
<i>Equity Book Value (BVE)(Rp)</i>	3.000.000.000.000	3300000000000
<i>MVA (RP)</i>	11.100.000.000.000	19200000000000

## B. PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk

### Sebelum Merger

Komponen EVA/Tahun	2009	2010
NOPAT	(44475)	2238
WACC	34,67%	35,67%
Modal yang diinvestasikan	700973	60799
Biaya modal	243027,3	234500
EVA	-287502,3	23765,0

#### a. MVA (*Market Value Added*)

Komponen MVA/Tahun	2009	2010
Jumlah saham yang beredar (lembar)	3.600.000.000	3.600.000.000
Harga saham akhir tahun (Rp.)	4300	4300
<i>Equity Market (MVE)</i>	15480000000000	15480000000000
Nilai nominal saham (Rp)	100	150
<i>Equity Book Value (BVE)(Rp)</i>	360000000000	360000000000
<i>MVA (RP)</i>		
	15120000000000	16150000000000

### Setelah Merger

#### a. EVA (*Economic Value Added*)

Komponen EVA/Tahun	2012	2013
NOPAT	(44475)	132863
WACC	34,67%	76,68%
Modal yang diinvestasikan	700973	819738
Biaya modal	243027,3	628575,1
EVA	-287502,3	-495712

Sumber: Data Diolah

b. MVA (*Market Value Added*)

Komponen MVA/Tahun	2012	2013
Jumlah saham yang beredar (lembar)	3.600.000.000	3.600.000.000
Harga saham akhir tahun (Rp.)	4300	4500
<i>Equity Market (MVE)</i>	15480000000000	16200000000000
Nilai nominal saham (Rp)	100	100
<i>Equity Book Value (BVE)(Rp)</i>	360000000000	360000000000
<i>MVA (RP)</i>		
	15120000000000	15840000000000

## C. PT Kalbe Farma Tbk

Sebelum Mergera. EVA (*Economic Value Added*)

Komponen EVA/Tahun	2010	2011
NOPAT	3.616.469.909.441	3.774.797.867.760
WACC	2,039	1,132
Modal yang diinvestasikan	5.771.917.028.836	6.515.935.058.426
Biaya modal	11768938821797	7376038486138
EVA	-8.152.468.912.356	-3.601.240.618.378

Sumber: Data Diolah

Keterangan :

Biaya modal = WACC \* Modal yang diinvestasikan

b. MVA (*Market Value Added*)

Hasil analisis MVA (*Market Value Added*) dapat disajikan pada tabel 4.37.

Komponen MVA/Tahun	2010	2011
Jumlah saham yang beredar (lembar)	17.000.000.000	17.000.000.000
Harga saham akhir tahun (Rp.)	50	75
<i>Equity Market (MVE)</i>	3825000000000	4250000000000
Nilai nominal saham (Rp)	10	25
<i>Equity Book Value (BVE)(Rp)</i>	850000000000	1275000000000
<i>MVA (RP)</i>	3740000000000	850000000000

**Setelah Merger**a. EVA (*Economic Value Added*)

Komponen EVA/Tahun	2013	2014
NOPAT	1970452449686	2121090581630
WACC	0,852	0,826
Modal yang diinvestasikan	8499957965575	9817475678446
Biaya modal	7241964186670	8109234910396
EVA	5271511736984	-5988144328766

Sumber: Data Diolah

Keterangan :

Biaya modal = WACC \* Modal yang diinvestasikan



b. MVA (*Market Value Added*)

Hasil analisis MVA (*Market Value Added*) dapat disajikan pada tabel 4.44.

Komponen MVA/Tahun	2013	2014
Jumlah saham yang beredar (lembar)	850000000000	850000000000
Harga saham akhir tahun (Rp.)	560	790
<i>Equity Market (MVE)</i>	47600000000000	67150000000000
Nilai nominal saham (Rp)	10	10
<i>Equity Book Value (BVE)(Rp)</i>	8500000000000	8500000000000
<i>MVA (RP)</i>		
	46750000000000	66300000000000

Sumber: Data Diolah

## D. PT Astra Otoparts Tbk

Sebelum Mergera. EVA (*Economic Value Added*)

Komponen EVA/Tahun	2011	2012
NOPAT	1135914	999766
WACC	2,59%	0,71%
Modal yang diinvestasikan	5485099	9425919
Biaya modal	142064,0641	66924,0249
EVA	993.849,94	932.841,97

Sumber: Data Diolah

b. MVA (*Market Value Added*)

Komponen MVA/Tahun	2011	2012
Jumlah saham yang beredar (lembar)	10.000.000.000	10.000.000.000
Harga saham akhir tahun (Rp.)	2300	2350
<i>Equity Market (MVE)</i>	23000000000000	23500000000000
Nilai nominal saham (Rp)	100	100
<i>Equity Book Value (BVE)(Rp)</i>	10000000000000	10000000000000
<i>MVA (RP)</i>		
	22.000.000.000.000	22500000000000

Sumber: Data Diolah

**Setelah Merger**a. EVA (*Economic Value Added*)

Komponen EVA/Tahun	2014	2015
NOPAT	956409	1142288
WACC	0,56%	1,82%
Modal yang diinvestasikan	10136557	10,143,426
Biaya modal	56764,7192	18461035,32
EVA	899.644,28	-17318747,32

b. MVA (*Market Value Added*)

Komponen MVA/Tahun	2014	2015
Jumlah saham yang beredar (lembar)	10.000.000.000	10.000.000.000
Harga saham akhir tahun (Rp.)	2400	2700
<i>Equity Market (MVE)</i>	24000000000000	27000000000000
Nilai nominal saham (Rp)	100	200
<i>Equity Book Value (BVE)(Rp)</i>	10000000000000	20000000000000
<i>MVA (RP)</i>		
	23000000000000	25000000000000